



الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي
المعهد العالي لإدارة الأعمال
اختصاص مالية ومصارف

ربحية استراتيجية الزخم السعري في ماليزيا

"دراسة مقارنة بين أسهم الشركات الإسلامية وغير الإسلامية"

The Profitability Of Momentum Strategy in Malaysia

"A Comparative Study Between Islamic And Non Islamic Stocks"

رسالة معدة لنيل درجة الماجستير البحثي في علوم الادارة

اختصاص مالية ومصارف

إعداد الطالبة : أمل شفوني

إشراف الدكتورة : غادة عباس

2020-2021

" لا يعبر هذا العمل إلا عن وجهة نظر معدّه، ولا يتحمل المعهد أي مسؤولية جراء هذا العمل "

ربحية استراتيجية الزخم السعري في ماليزيا

"دراسة مقارنة بين أسهم الشركات الاسلامية وغير الاسلامية"

The Profitability Of Momentum Strategy in Malaysia

"A Comparative Study Between Islamic And Non Islamic Stocks"

رسالة معدة لنيل درجة الماجستير البحثي في علوم الادارة

اختصاص مالية ومصارف

إعداد الطالبة : أمل شفوني

إشراف الدكتورة : غادة عباس

لجنة الحكم بموجب قرار مجلس المعهد رقم /24/ تاريخ 2021/1/13 :

د. غادة عباس	الأستاذ المساعد في المعهد العالي لادارة الأعمال	عضواً ومشرفاً
د. راغب الغصين	المدرس في المعهد العالي لادارة الأعمال	عضواً
د. منال الموصلي	المدرس في المعهد العالي لادارة الأعمال	عضواً

الإهداء :

إلى القلب الذي رعاني وسقاني حباً وحناناً . . . أمي الحبيبة

إلى من أمسك بيدي و غمرني بعطائه وفضله . . . قدوتي أبي

إلى رفيق دربي منذ الطفولة وسندي عبر الزمن . . . أخي الغالي

إلى من سكن قلبي . . . شريكي في الحياة مجلوها ومرها . . . زوجي الحبيب

إلى حيي الكبير وزينة حياتي . . . أميرتي . . . ميرا

إلى المثل الذي يحتذى به للمرأة التي تنير بعقلها وفكرها طريق العلم

الدكتورة غادة عباس

أقدم جهدي المتواضع . . .

الشكر والتقدير

كل الشكر و التقدير للدكتورة غادة عباس والدكتور راغب الغصين

السادة أعضاء لجنة الحكم

المدرسون في المعهد العالي لإدارة الأعمال

المعهد العالي لإدارة الأعمال

ولكل من ساهم في انجاز هذا العمل

المخلص :

- هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ربحية استراتيجية الزخم السعري في السوق المالية. تم استخدام منهجية (Jegadeesh&Titman1993) ، (Narayan&phan,2016) في تكوين المحافظ الربحة والخاسرة واحتساب عوائد محافظ الزخم السعري ، وذلك من أجل استراتيجية تشكيل واحتفاظ (6،6)، وطبقت الدراسة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا والمكونة لمؤشر بورصة ماليزيا (FBMKLC) ، للفترة الممتدة من (كانون الثاني -2009) وحتى (كانون الأول -2019) ذلك بالاعتماد على أسعار الإغلاق الشهرية، حيث تمت مقارنة أداء أسهم الشركات الإسلامية وغير الإسلامية. وأظهرت الدراسة أن استراتيجية الزخم السعري تسمح بتحقيق عوائد غير عادية موجبة ومعنوية عند الاستثمار بالأسهم المالية ، وأنه لا يوجد فارق جوهري بين عوائد محافظ الأسهم الإسلامية وغير الإسلامية وفقاً لاستراتيجية الزخم السعري ، وعزت الدراسة ربحية استراتيجية الزخم السعري إلى تأخر رد فعل المستثمرين على الأخبار الواردة للسوق.

- أوصت الدراسة بتشجيع المستثمرين الراغبين بالاستثمار بالأسهم الإسلامية في بورصة ماليزية باتباع استراتيجية الزخم السعري الاستثمارية (6 أشهر تشكيل ،6 أشهر احتفاظ) وذلك بشراء الأسهم التي كانت رابحة وبيع الأسهم التي كانت خاسرة .

Abstract:

This study aims to test the profitability of Momentum Investing Strategy in Malaysian bourse (Bursa Malaysia), the methodology of (Jegadeesh & Titman in 1993) ,and (Narayan&phan,2016), were used to form winners and losers portfolios, and to calculate the return of Momentum portfolios, using overlapping data for the (6,6) formation and holding period strategy. This study is applied to the stocks listed under the Malaysian bourse that constitute the Malaysian stocks exchange index (FBMKLCI) which contains 30 companies while the sample of this study includes 26 companies between (Jan 2009 and December 2019). A comparative study was performed to test the performance of Momentum Investing Strategy between the Islamic and the Non-Islamic stocks.

The evidence indicates significant positive abnormal returns while investing using the price Momentum Strategy in Malaysian Bourse. Furthermore, the study finds that there is no significant difference in the performance of the price Momentum Investing Strategy between Islamic and Non-Islamic stocks. Additionally, it explains the achieved returns by the behavioral underreaction bias of the investors to the latest news arriving at the market.

Finally, the study encourages the investor who wants to invest in the Islamic stocks ,to follow the price Momentum Strategy of buying past winners and selling past losers.

المصطلحات والمفاهيم الواردة في الدراسة :

- شهر التصنيف (Ranking Month) : هو الشهر الذي يتم فيه تصنيف الأسهم إلى أسهم رابحة وأسهم خاسرة .
- فترة التشكيل : (forming period) : هي الفترة التي تحتسب على أساسها العوائد التاريخية للأسهم بهدف تصنيفها إلى أسهم رابحة وخاسرة .
- فترة الاحتفاظ : (holding period) : هي الفترة التي يتم من خلالها الاحتفاظ بالمحافظ بعد تشكيلها
- عوائد الزخم (Momentum>Returns) : هي العوائد المتحققة من اتباع استراتيجية الزخم السعري
- المحفظة الرابحة (winner portfolios) : المحفظة التي تضم الأسهم التي حققت أعلى عوائد خلال فترة التشكيل .
- المحفظة الخاسرة (loser portfolios) : المحفظة التي تضم الأسهم التي حققت أدنى عوائد خلال فترة الاحتفاظ .
- المدى القصير : من أسبوع وحتى 3 أشهر .
- المدى المتوسط : من 3 - 12 شهرا
- المدى الطويل : من سنة - 5 سنوات

فهرس المحتويات :

XVI	الفصل التمهيدي : الإطار العام للدراسة
1	مقدمة :
3	1- مشكلة وتساؤلات الدراسة
3	2- فرضيات الدراسة :
4	3- أهمية الدراسة وأهداف الدراسة :
4	5- مجتمع وعينة الدراسة :
5	6- فترة الدراسة و مصادر البيانات :
5	7- أسلوب ومنهجية الدراسة :
5	خطوات إجراء الاختبارات :
9	الفصل الأول
9	مراجعة الأدبيات النظرية والتطبيقية.
11	المبحث الأول مراجعة الأدبيات النظرية للمالية التقليدية والمالية السلوكية
11	1- المالية التقليدية (TRADITIONAL FINANCE) :
11	1.1. افتراض عقلانية المستثمر (INVESTOR RATIONALITY ASSUMPTION) :
12	2.1. نظرية السوق الكفاء (MARKET EFFICIENCY) :
13	3.1. صيغ كفاءة السوق المالي :
15	4.1. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPITAL ASSETS PRICING MODEL) :
19	المآخذ على المالية التقليدية وتداعيات ظهور علم المالية السلوكية :
20	2- المالية السلوكية (BEHAVIORAL FINANCE) :
22	2.2. عاطفة المستثمرين INVESTOR'S SENTIMENT :
25	3.2. تفضيلات المستثمرين BEHAVIORAL PREFERENCE :
29	4.2. محدودية المراجعة LIMITED ARBITRAGE :
29	استراتيجية الزخم واستراتيجية الانعكاس :
30	المنهجيات والأساليب المتبعة في أهم دراسات الزخم السعري والاتجاه المعاكس التطبيقية :
37	المبحث الثاني مراجعة الأدبيات التطبيقية لاستراتيجية الزخم الاستثمارية.
37	الدراسات العربية
39	الدراسات الأجنبية
51	الفصل الثاني الدراسة التطبيقية
53	المبحث الأول سوق رأس المال في ماليزيا وتطور أداء مؤشر بورصة ماليزيا
53	سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
56	تطور أداء مؤشر بورصة ماليزيا (FBMKLC)
57	المبحث الثاني
57	الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية و مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية
57	الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية
61	الدراسة الوصفية للمحافظ الراجعة والخاسرة لعينة الأسهم الإسلامية:

62	الدراسة الوصفية للمحافظ الرابحة والخاسرة لعينة الأسهم غير الاسلامية:
66	اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج :
72	النتائج :
74	صعوبات ومحددات الدراسة :
73	الآفاق المستقبلية للدراسة :

قائمة المراجع والملاحق ..

فهرس الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
35	مقارنة بين أسلوب الفترات المتداخلة وأسلوب الفترات غير المتداخلة	1
49	ملخص الدراسات التطبيقية	2
60	الدراسة الوصفية للمحافظ الراجعة والخاسرة وفق استراتيجية (6تشكيل، 6احتفاظ) لعينة الأسهم الإسلامية	3
61	الدراسة الوصفية للمحافظ الراجعة والخاسرة وفق استراتيجية (6تشكيل، 6احتفاظ) لعينة الأسهم غير الإسلامية	4
65	نتائج اختبار وجود فارق جوهري بين متوسط عوائد المحافظ الراجعة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة للأسهم الإسلامية	5
66	نتائج اختبار وجود فارق جوهري بين متوسط عوائد المحافظ الراجعة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة للأسهم غير الإسلامية	6
67	الفرق بين متوسط عوائد الزخم السعري لعينة الأسهم الإسلامية وغير الإسلامية	7
70	نتائج اختبار وجود فارق جوهري بين متوسط عوائد الزخم السعري لعينتي الأسهم والأسهم غير الإسلامية لسلسلة فترات الاحتفاظ الممتدة من 2009-2019	8

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
1	المستويات الثلاث لكفاءة السوق المالي	15
2	خط سوق الورقة المالية SML	17
3	منحنى القيمة النفسية للربح و الخسارة عند المستثمر في ظل نظرية التوقع عند نفس النقطة	26
4	الفرق بين أسلوب البيانات المتداخلة وغير المتداخلة	35
5	نسبة الأوراق المالية الاسلامية إلى اجمالي الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا حتى 12- 2019	53
6	تطور نسبة مساهمة رأس المال الإسلامي إلى اجمالي رأس المال الماليزي للفترة 2016-2019	54
7	حجم تداول الأسهم الإسلامية وغير الإسلامية في بورصة ماليزيا للفترة 2016-2019-	54
8	تطور أداء مؤشر (FBMKLCI) بورصة ماليزيا للفترة 2009-2019	55
9	الفرق بين متوسط عوائد المحافظ الاربعة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة لاستراتيجية (تشكيل، 6احتفاظ) للأسهم الاسلامية	62
10	الفرق بين متوسط عوائد المحافظ الاربعة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة لاستراتيجية (تشكيل، 6احتفاظ) للأسهم غير الاسلامية	63

64	الفرق بين متوسط عوائد الزخم للأسهم الاسلامية ومتوسط عوائد الزخم للأسهم غير الاسلامية (1-2009/12-2019)	11
----	--	----

فهرس الرموز والاختصارات

FBMKLCI	Kuala Lumpur Composite Index	مؤشر بورصة كوالالمبور
CAPM	Capital Assets Pricing Model	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
SML	Security Market Line	خط سوق الورقة المالية
WRSS-portfolios	weighted relative strength strategy	استراتيجية القوة النسبية الموزونة
CAR	Cumulative Abnormal Return	العائد التراكمي غير العادي
AR	Abnormal Return	العائد غير العادي
HPR	Holding Period Return	عائد فترة الاحتفاظ
RW	Return of winner portfolio	عائد المحفظة الرابحة
RL	Return of winner portfolio	عائد المحفظة الخاسرة
PW	Winner portfolio	المحفظة الرابحة
PL	Loser portfolio	المحفظة الخاسرة

الفصل التمهيدي: الإطار العام للدراسة

مقدمة :

شهد العقدان الأخيران انتقادات كثيرة للنموذج التقليدي السائد في النظريات المالية الحديثة ، والذي يركز على فرضيتين أساسيتين الفرضية الأولى هي فرضية عقلانية المستثمر والفرضية الثانية فرضية السوق الكفاء، حيث عرف (fama,1977) السوق الكفاء بأنها السوق الذي تنعكس في سعر أصل ما كافة المعلومات المتاحة حول هذا الأصل الموجود ضمن هذه السوق ، حيث تتعدل هذه الأسعار بسرعة وبدون تحيز للمعلومات الجديدة وهو ما لا يترك مجالاً للمستثمرين في استغلال هذه المعلومات لتحقيق أرباح غير عادية. وقد أشارت دراسات كثيرة منذ مطلع الثمانينيات إلى أنه من المحتمل وجود قابلية للتنبؤ بأسعار الأسهم مستقبلاً بناء على تحليل المعلومات والبيانات التاريخية وذلك على المدى القصير والمتوسط والطويل وهذا يعتبر خرقاً لفرضية السوق الكفاء ، ويشير إلى إمكانية تحقيق أرباح غير عادية من خلال تطبيق استراتيجيات استثمارية معينة ، برز منها الاستراتيجيات القائمة على المبدأ السلوكي (behavioral principle) والتي تعتمد على ملاحظة منحى تطور العوائد خلال الفترة السابقة ، لذلك يطلق عليها اسم استراتيجيات التداول المبنية على العوائد (return based trading strategy) وأهمها استراتيجية الانعكاس الاستثمارية واستراتيجية الزخم السعري الاستثمارية.

تركز الدراسة الحالية على استراتيجية الزخم السعري حيث أولت العديد من الدراسات اهتماماً بدراسة ظاهرة الزخم السعري في مختلف الأسواق حول العالم بينما اقتصرت غالبيتها على الأسهم غير الإسلامية فيما تعد الدراسات المطبقة على الأسهم الإسلامية نادرة اقليمياً وعربياً .

ومع تنامي دور القطاع الاسلامي في أسواق المال حول العالم وتزايد نسبة مساهمة القطاع الاسلامي في إجمالي رأس المال في العديد من دول العالم و تزايد عدد المستثمرين الراغبين بالاستثمار بأسهم الشركات الاسلامية باتباع استراتيجية الزخم السعري واستراتيجية الانعكاس السعري، فقد اختبرت هذه الدراسة ربحية استراتيجية الزخم السعري على الأسهم الاسلامية و غير الاسلامية في ماليزيا ثم قدمت مقارنة بين أداء استراتيجية الزخم السعري الاستثمارية لكل من الأسهم الاسلامية وغير الاسلامية في ماليزيا باعتبارها من الدول التي يلعب فيها القطاع الاسلامي دورا هاماً في سوق الأسهم الماليزي (Bursa Malaysia) .

1- مشكلة وتساؤلات الدراسة :

أثبتت العديد من الدراسات إمكانية تحقق عوائد غير عادية موجبة عند الاستثمار في استراتيجية الزخم السعري في أسواق مختلفة حول العالم على المدى المتوسط ، ولكن معظم هذه الدراسات ركزت على الزخم في الأسهم التقليدية بينما قلة تناولت الزخم في الأسهم الإسلامية وهذا يشكل حافزا لدراسة ربحية استراتيجية الزخم في سوق الأسهم الإسلامية أيضاً وخاصة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ، لما له من أهمية كبرى نظراً لنموه المتسارع و ضخامة حجم رأس المال الإسلامي المستثمر به وجذبه للكثير من المستثمرين الراغبين في الاستثمار في الأسهم الإسلامية ، مما يضع المستثمر أمام تساؤلات عديدة حول الاستراتيجية الأنسب التي يمكن اتباعها لتحقيق أعلى عوائد ممكنة ، وفي ضوء ذلك تنصب مشكلة الدراسة في تساؤلين :

- 1- هل يسمح اتباع استراتيجية الزخم السعري بتحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم الإسلامية وغير الإسلامية في ماليزيا ؟
- 2- هل يوجد فارق جوهري بين ربحية استراتيجية الزخم السعري عند الاستثمار بالأسهم الإسلامية أو عند الاستثمار بالأسهم غير الإسلامية ؟

2-فرضيات الدراسة :

- ❖ الفرضية الأولى توجد فروقات معنوية بين متوسط عوائد المحافظ الرباحة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة المشكلة على المدى المتوسط لاستراتيجية (6 تشكيل، 6 احتفاظ) للأسهم الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي.
- ❖ الفرضية الثانية: توجد فروقات معنوية بين متوسط عوائد المحافظ الرباحة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة المشكلة على المدى المتوسط لاستراتيجية (6 تشكيل، 6 احتفاظ) للأسهم غير الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي.
- ❖ الفرضية الثالثة: يوجد فارق جوهري بين ربحية استراتيجية الزخم السعري عند الاستثمار في الأسهم الإسلامية وبين ربحية استراتيجية الزخم السعري عند الاستثمار بالأسهم غير الإسلامية.

3-أهمية الدراسة وأهداف الدراسة :

- تتلخص أهمية الدراسة فيما يأتي :

1- تعد من الدراسات العربية القليلة جدا (ضمن حدود علم الباحث) التي اختبرت ربحية استراتيجية الزخم الاستثمارية في الأسهم الماليزية و وقارنت أداء استراتيجية الزخم السعري بين الأسهم الاسلامية و الأسهم غير الاسلامية ، والمدرجة في سوق ماليزيا.

2- تم بناء هذه الدراسة باتباع منهجية تحاكي أهم المنهجيات التي اتبعتها الباحثون في مجال الزخم في السوق الأمريكية. فيما تم اختبار فرضيات الدراسة بالتطبيق على أسهم اسلامية مما يعطيها أهمية للمقارنة مع دراسات تمت على أسواق أخرى عالمية .

- تهدف هذه الدراسة إلى:

- التعريف بسوق رأس المال الماليزي ونسبة مساهمة القطاع الإسلامي فيه .
- اختبار ربحية استراتيجية الزخم السعري عند الاستثمار بأسهم الشركات الاسلامية وغير الاسلامية المدرجة تحت مؤشر بورصة ماليزيا (FBMKLCI) .
- اختبار وجود فارق جوهري بين أداء استراتيجية الزخم السعري عند الاستثمار بأسهم اسلامية أو عند الاستثمار بأسهم غير إسلامية .
- مساعدة المستثمرين الراغبين بالاستثمار في الأسهم الإسلامية في ماليزيا في اتخاذ القرار الاستثماري حيث تساعدهم على معرفة الأفق الزمني الذي يمكن أن يحقق عوائد غير عادية باتباع استراتيجية الزخم السعري .

5-مجتمع وعينة الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الاسلامية وغير الاسلامية المدرجة في سوق ماليزية للأوراق المالية (Bursa Malaysia) ، وتم اختبار فرضيات الدراسة بالاعتماد على أسهم مؤشر سوق ماليزيا للأوراق المالية (FBMKLCI) ، باعتباره ممثلا للسوق المدروسة والذي يضم أكبر 30 شركة مدرجة في البورصة الماليزية ، في حين شملت عينة الدراسة الشركات الإسلامية وغير الاسلامية المدرجة تحت مؤشر سوق ماليزيا للأوراق المالية ، و التي تتوافر

بياناتها بشكل غير متقطع خلال فترة الدراسة وعددها (14) شركة مصنفة على أنها اسلامية من قبل هيئة الأوراق والرقابة المالية الاسلامية في ماليزيا و 12 شركة غير اسلامية، و قد شكلت عينة الدراسة ما نسبته 86% من الأسهم المدرجة تحت المؤشر (FBMKLC) .

- تم استبعاد 4 شركات اسلامية من المؤشر المدروس نظراً لعدم توفر بياناتها لكامل الفترة المدروسة .

يوضح الملحق رقم (4) عينة شركات الاسلامية وغير الاسلامية الداخلة في الدراسة .

6- فترة الدراسة و مصادر البيانات :

- تغطي الدراسة الفترة الممتدة من كانون الثاني 2009 إلى كانون الأول 2019 .

- تم تجميع البيانات الثانوية المتعلقة بأسعار الإغلاق الشهرية لأسهم الشركات الاسلامية وغير الاسلامية من مواقع قواعد البيانات (Yahoo finance) و (Morning Star)¹.

7- أسلوب ومنهجية الدراسة:

خطوات إجراء الاختبارات:

- من أجل اختبار صحة الفرضية الأولى حول ربحية استراتيجية الزخم السعري في سوق الأسهم الاسلامية وغير الاسلامية في ماليزيا ، تم اتباع نفس المنهجية المتبعة في (jegadeesh&titman,1993)، (Narayan&phan,2016) في السوق الأمريكية ، حيث استخدمت الدراسة فترات تشكيل واحتفاظ (6،6) وهي اكثر استراتيجية تشكيل واحتفاظ شيوعا بين الدراسات التي تناولت ربحية استراتيجية الزخم على المدى المتوسط ، كما أنها اعتمدت أسلوب الفترات المتداخلة (over-lapping periods) ، وذلك تلافياً لمشكلة صغر حجم العينة حيث تكون مدة كل فترة ثلاثة أشهر، كما ويؤدي اتباع هذا الأسلوب إلى الحصول على نتائج أكثر معنوية ومتانة في حال كون العينة صغيرة الحجم ، كما أنه تم أخذ

¹ <https://www.morningstar.com/>
<https://finance.yahoo.com/>

عوائد أعلى 40% من أسهم العينة للمحفظة الرباحة وأدنى 40% للمحفظة الخاسرة عند توزيع أسهم العينة على المحافظ نظراً لصغر حجم العينة ، إن احتساب تكاليف الصفقات يسمح باحتساب العوائد بدقة أكبر ولكن تم إهمالها لصعوبة الحصول عليها و احتسابها في حال كانت توزيعات عينية ، ويمكن تلخيص خطوات إجراء الدراسة بالآتي :

أولاً : تشكيل المحافظ الرباحة و الخاسرة :

1- احتساب العوائد الشهرية لأسهم العينة في نهاية كل شهر t ، على أساس العائد على فترة الحيازة :

$$^2 HPR_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

2- احتساب المتوسط الهندسي لعوائد الأسهم خلال فترة التشكيل z وفق قانون المتوسط

الهندسي لعوائد الأسهم الشهرية كما ورد في دراسة (jegadeesh & titman1993) :

$$R_{i,t}^j = [\prod_{t=1}^i ([1 + R]^{1/j} - 1)]$$

z : فترة التشكيل ، t : شهر التصنيف ، $R_{i,t}^{ij}$: المتوسط الهندسي لعوائد السهم (i)

خلال فترة التشكيل (t)

3- ترتيب الأسهم حسب المتوسط الهندسي لعوائدها في الفترة z ترتيباً تنازلياً .

4- توزيع الأسهم على ثلاث محافظ متساوية الأوزان ، تسمى المحفظة الأولى P_W المحفظة الرباحة وتضم أعلى 40% من الأسهم التي حققت أعلى عائد خلال فترة التشكيل z ، وتسمى المحفظة الأخيرة P_L المحفظة الخاسرة وتضم أدنى 40% من الأسهم التي حققت أدنى عائد خلال نفس الفترة كما أنه وفقاً لاستراتيجية الفترات المتداخلة تتكون المحفظة الرباحة في أي شهر من الأسهم التي حققت أعلى عوائد خلال أشهر التشكيل جميعها السابقة لأشهر الاحتفاظ والأمر نفسه بالنسبة لمحفظة الأسهم الخاسرة .

ثانياً : الاحتفاظ بالمحافظ الرباحة و الخاسرة :

1- تتخذ استراتيجية الزخم السعري مركزاً طويلاً الأجل من أسهم المحفظة الرباحة و مركزاً قصيراً الأجل من أسهم المحفظة الخاسرة أي شراء المحفظة الرباحة وبيع المحفظة الخاسرة والاحتفاظ بالمحافظ لفترة لاحقة (فترة الاحتفاظ).

2- في نهاية كل شهر احتفاظ يحسب العائد الشهري للمحفظة الرباحة P_W وهو وسطي متساوي الأوزان لعوائد الأسهم المحتسبة على أساس العائد على فترة الحياة التي تتكون منها المحفظة وفق المعادلة التالية كما ورد في دراسة (jegadeesh & titman1993) :

$$R_{w,t}^{Nt} = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{Nt} R_t$$

حيث :

$R_{w,t}^{Nt}$: عائد المحفظة الرباحة خلال كل شهر من أشهر الاحتفاظ
NT : عدد أسهم المحفظة الرباحة في فترة الاحتفاظ ، R_t : عائد الشراء والاحتفاظ لكل سهم خلال كل شهر.

3- في نهاية فترة الاحتفاظ k يحسب عائد المحفظة الرباحة وهو العائد التراكمي عن كامل فترة الاحتفاظ وذلك وفق المعادلة الآتية:

$$R_{w,t}^k = \sum_{k=1}^n R_{w,t}^{NT}$$

$R_{w,t}^k$: عائد المحفظة الرباحة خلال كامل فترة الاحتفاظ ، K : فترة الاحتفاظ

$R_{w,t}^{NT}$: عائد المحفظة الرباحة خلال كل شهر .

و تعاد نفس الخطوات السابقة (2 و 3) من أجل احتساب عائد المحفظة الخاسرة .

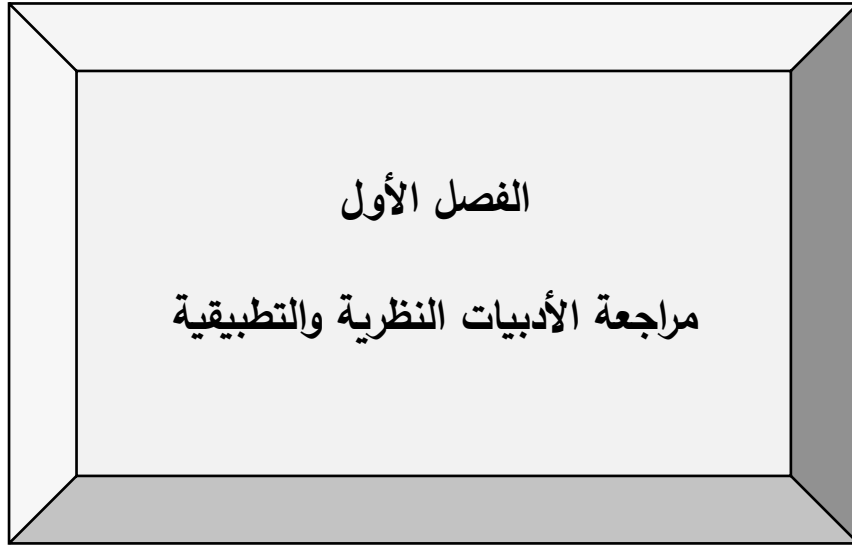
- تكرر الخطوات السابقة في نهاية كل شهر وتحسب عوائد المحافظ الرباحة والخاسرة لسلسلة فترات الاحتفاظ الممتدة من كانون الثاني 2006 وحتى كانون الأول 2019 من أجل

استراتيجية (6 تشكيل و 6 احتفاظ) وذلك بالتطبيق على أسهم الشركات الاسلامية وغير الاسلامية المدروسة .

- نختبر معنوية الفروقات بين متوسط عوائد المحافظ الرابحة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة خلال فترات التشكيل والاحتفاظ (6،6) شهراً ، ثم نتحقق من أن عوائد الزخم موجبة أم سالبة من أجل عينة الأسهم الاسلامية وعينة الأسهم غير الاسلامية .

$$\overline{R_{w,t}} - \overline{R_{L,t}} > 0$$

- نطبق اختبار وجود فارق جوهري بين عينتين مستقلتين (independent-sample t-test) تمثل العينة الأولى عوائد الزخم لسلسلة فترات الاحتفاظ الممتدة من كانون الثاني 2009 وحتى كانون الثاني للأسهم الاسلامية 2019 وتمثل العينة الثانية عوائد الزخم لسلسلة فترات الاحتفاظ الممتدة من كانون الثاني 2009 وحتى كانون الثاني للأسهم غير الاسلامية 2019 .



تمهيد :

يتكون الفصل الأول من مبحثين ، حيث يتناول المبحث الأول مراجعة لأهم الأدبيات النظرية التي ناقشت موضوع المالية التقليدية والمالية السلوكية وفرضيات كلا المدخلين ، والمنهجيات المتبعة في أهم دراسات استراتيجيتي الزخم السعري والانعكاس التطبيقية ، فيما يتكون المبحث الثاني من أهم الدراسات التطبيقية التي أثبتت وجود ظاهرة الزخم السعري الاستثمارية و اختبرت ربحيتها في مختلف أسواق العالم .

المبحث الأول

مراجعة الأدبيات النظرية للمالية التقليدية والمالية السلوكية

- يتناول هذا المبحث تطور كل من المالية التقليدية والمالية السلوكية ، من خلال التطرق للافتراضات التي بنيت عليها نظريات كل من المدرستين ، وتوضيح أهم نظريات المالية التقليدية وهي نظرية السوق الكفاء والافتراضات التي بنيت عليها إضافة إلى شرح أهم النماذج التي توصلت إليها المالية التقليدية في إطار تسعير الأصول المالية (CAPM) ، وبيان قصور نظريات المالية التقليدية في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية وبالتالي التحول نحو فهم وتحليل علم المالية السلوكية الذي يعتمد على تفسير سلوكيات المستثمرين في السوق المالي.

1- المالية التقليدية (Traditional Finance) :

قامت النظريات المالية التقليدية على مجموعة افتراضات ونماذج أهمها عقلانية المستثمر ، كفاءة السوق المالي ، ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) .

1.1. افتراض عقلانية المستثمر (Investor Rationality Assumption) :

يعود أساس افتراض عقلانية المستثمر إلى ما قدمه كل (Von Neuman & Morgenstren , 1994) حول نظرية المنفعة المتوقعة والتي تقترض أن المستثمر نفور من الخطر ، ويسعى إلى تعظيم منفعة ، وأن المنفعة لديه هي دالة لمجمل ثروته ، لأن المستثمر يفضل مقداراً مؤكداً من الثروة على مقدار غير مؤكد عند نفس القيمة المتوقعة .

وتتجلى عقلانية المستثمر في السوق المالي في سعيه الدائم لتعظيم منفعة ، وبناء توقعاته حول الأسعار بشكل مقبول من جهة وتعديل هذه المعلومات وتحليلها بشكل فوري عند ورود معلومات جديدة إلى السوق من جهة أخرى (Barberis&Thaler, 2003) ، أي أن عقلانية المستثمر يجب أن تتحقق في أمرين :

- يتخذ المستثمرون قراراتهم الاستثمارية بحسب المعلومات الواردة إلى السوق حول أصل مالي ، فإذا كانت معلومات جيدة يقبلون على الشراء ، بينما يقبلون على البيع في حال كان العكس .
- يهدف المستثمرون إلى تعظيم ثروتهم ، وتجنب المخاطر الناجمة عن العمليات الاستثمارية .

2.1 نظرية السوق الكفاء (Market Efficiency):

يعتبر (Fama, 1965) أول من عرف كفاءة السوق المالي بقوله " يكون السوق المالي كفاء إذا كان سعر الأصل المالي يعكس كافة المعلومات المتوفرة في السوق حول هذا الأصل" (Fama, 1965, p 90)³

كما يمكن تعريف السوق الكفاء بأنه السوق الذي يكون فيه سعر أي سهم صادر عن أي شركة يعكس كافة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت هذه المعلومات متمثلة بالقوائم المالية والإفصاحات، أو في معلومات تثبتتها وسائل الإعلام أو في البيانات التاريخية لسعر هذا السهم ، أو في تقارير أو دراسات لأداء أسهم هذه الشركات أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم⁴، حيث قدم (Fama, 1970) الصيغة الرياضية لنظرية كفاءة السوق بالشكل التالي :

$$E(P_{j,t+1}/\varphi_t) = P_{j,t}[1 + E(R_{j,t+1}/\varphi_t)]$$

حيث : φ : المعلومات المتوفرة في الفترة (t)
 $P_{j,t+1}$: القيمة المتوقعة للسهم (j) في الفترة (t + 1)
 $E(x)$: الأمل (التوقع) الرياضي للمتغير العشوائي (x)
 R_j : مردودية السهم (j)

- فإذا كانت المعادلة السابقة محققة بالنسبة لكل سهم (j) ، وكان سعر السهم يعكس المعلومات المتداولة في السوق فإن هذا السوق يتسم بالكفاءة.

- شروط تحقق الكفاءة:⁵

يوجد عدة شروط يجب أن تتحقق حتى يتسم السوق المالي بالكفاءة ويمكن تلخيصها كالتالي :

1- عقلانية المستثمر: من بين شروط تحقق السوق الكفاء وجود مستثمرين عقلانيين في هذا السوق كما ذكر آنفاً .

³³ Eugene F Fama , " the behavior of stock Market prices " the journal of business , 1965, Vol 38, No 1, ,p 90

⁴ منير إبراهيم هندي ، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار " 1996، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، ص37

⁵ " بن زايد مبارك ، بن زايد عبد الوهاب ، " نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية " ، مجلة البشائر الاقتصادية، 2017، المجلد 3 ، العدد 1 ، ص 88

2- حتى يتحقق السوق المالي الكفاء لابد من توفر المعلومات اللازمة لعمية اتخاذ القرار في السوق وأن تكون متاحة لكافة المستثمرين دون قيود ، وذلك ليكون سعر الأصل المالي قادراً على عكس كافة المعلومات المتوفرة في السوق و ذلك يقتضي:

- وصول المعلومات في نفس اللحظة لكافة المستثمرين .
- تحليل المعلومات من قبل المستثمرين بناءً على خبرات خاصة من قبلهم ، إذ ليس من الضروري أن يتوصل جميع المستثمرين لنفس النتائج كما ليس من الضروري اتخاذهم لنفس القرار الاستثماري.

3- مجانية المعلومات : أي أن يتمكن جميع المستثمرين من الحصول على نفس المعلومات ، دون تحمل تكاليف إضافية ، بحيث أن لا يعزي المستثمرين سوء اتخاذهم للقرار الاستثماري أو امتناعهم عن الدخول في صفقات استثمارية بأن تكلفة الحصول على المعلومات المتعلقة بأصل ما أكبر من الخسارة المحتملة في حال عدم حصولهم على هذه المعلومات .

4- عدم وجود تكاليف للصفقات : يقتضي هذا الشرط عدم وجود أي قيود على التعامل في السوق المالي ، والمتمثلة في تكاليف المعاملات وضرائب ورسوم البورصة ، كما ينص على أن المستثمر يمكنه شراء وبيع الأصول المالية بكل سهولة ويسر ، دون تكبد تكاليف هذه الصفقة .

5- تعدد المستثمرين وتوفر السيولة : أي توفر عدد كبير من المستثمرين في السوق ، وبالتالي توفر السيولة اللازمة لقيامهم بالصفقات ، فمع تعدد المستثمرين وغياب السيولة فإن ذلك ينعكس سلباً على الصفقات المنعقدة في السوق مما ينقص من كفاءة هذا السوق .

3.1. صيغ كفاءة السوق المالي :

يمكن أن تصنف كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات رئيسية تبعاً لطبيعة المعلومات المدمجة بسعر السهم حيث قسم كل من (Robert ,1967) و (Fama , 1970,1978) السوق المالي الكفاء إلى ثلاث صيغ :

1- الصيغة الضعيفة للكفاءة :

تقتضي أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من متغيرات على سعر السهم وحجم التعاملات عليها، ما يعني أن دراسة المتغيرات التاريخية لا تفيد في التنبؤ بالأسعار المستقبلية وهي عملية دون جدوى لأن هذه المعلومات التاريخية انعكست بالأسعار الحالية ، وهذا ما يطلق عليه بفرضية المسار العشوائي للسهم أي أن البيانات التاريخية قد تكون انعكست فعلا وقد تتغير في المستقبل .

2- الصيغة المتوسطة للكفاءة :

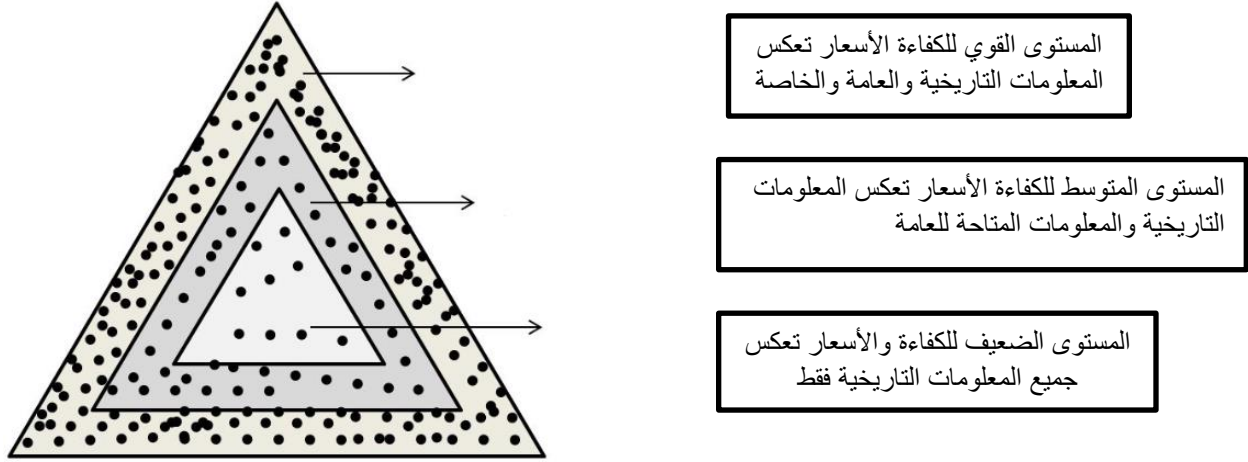
تقتضي أن سعر سهم ما في لحظة معينة لا يعكس فقط المعلومات التاريخية له ، بل يعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة للعامة والتي يمكن لجميع المستثمرين الاطلاع عليها دون التكبد بتكاليف إضافية للحصول عليها ، في ظل الصيغة المتوسطة للسوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لكافة المعلومات المتاحة للجمهور و تكون الاستجابة بطيئة في البداية و تنتهي لتعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة، ولكن يكون هناك فرصة للمضاربة من قبل المستثمرين الحاصلين على المعلومات الخاصة والتي لا تتوفر لدى جميع المستثمرين .

3- الصيغة القوية للكفاءة :

أي أن سعر السهم في السوق يعكس جميع المعلومات التاريخية والمعلومات المتاحة للعامة والمعلومات الخاصة التي يحصل عليها بعض المستثمرين أو أعضاء مجلس الإدارة أو كبار المساهمين أو الملاك في الشركة، إضافة إلى جميع المعلومات التي يمكن أن يحصل عليها المستثمرين من عمليات التحليل الفني، وفي ظل هذه الصيغة القوية للكفاءة فإنه لا مجال للمضاربة بين مستثمر وآخر ولا يمكن لمستثمر أن يحقق عوائد غير عادية على حساب الآخرين.

- ومن بين الصيغ الثلاث يبدو أن الصيغة الضعيفة للسوق هي الصيغة الأقرب للواقع حيث أن حركة أسعار الأسهم هي حركة عشوائية تصل إلى السوق بنمط عشوائي وغير منتظم .

شكل رقم (1) : و يمثل المستويات الثلاث لكفاءة السوق



المصدر : Efficient Market Theory , Forms & concepts ,

<https://bbamantra.com/efficient-market-theory-forms-concepts/>

4.1. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Assets Pricing Model):

شكلت الافتراضات التي تقوم عليها المالية التقليدية من افتراض عقلانية المستثمر و فرضية كفاءة الأسواق المالية ، أساساً علمياً للتوصل إلى نماذج رياضية لتسعر الأصول الرأسمالية أهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) الذي قدمه (Sharp,1964) وطوره كل من (Lintner,1965) و (Mosin,1966) والذي استخدم كأداة لتقييم الأوراق المالية ، وكوسيلة لاختبار كفاءة السوق .

-افتراضات نموذج CAPM :

يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على الافتراضات التالية :⁶

- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق المالي ولكل مستثمر منهم ثروته والتي تعد صغيرة جداً مقارنة مع الثروة الكلية للمستثمرين جميعاً ، ويعتبر هؤلاء المستثمرين متلقين للسعر price takers، أي أن أسعار الأوراق المالية لا تتأثر بصفقاتهم .

حسن مشرقي ، أيمن الشهاب " اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية " مجلة جامعة البعث ، المجلد 36 ، العدد 1 ، 2014 ، ص264

- يخطط جميع المستثمرين لفترة احتفاظ واحدة ، بما يعني إهمال ما يمكن أن يحدث بعد هذه الفترة.
- إن سوق رأس المال في حال التوازن ، كما وأنه في وضع التوازن⁷ تكون المحفظة المثلى هي نفسها محفظة السوق .
- يقوم جميع المستثمرون بتحليل الأوراق المالية بنفس الطريقة ، حيث أنهم يمتلكون نفس التوقعات ، وبالتالي لديهم تقديرات متماثلة حول التدفقات النقدية المتوقعة للاستثمارات المتاحة بمعنى آخر لديهم نفس العائد المتوقع لكل أصل مالي ونفس مصفوفة التباين المشترك لعوائد الأوراق المالية ، ويصلون في النهاية إلى تحديد نفس الحد الكفاء (efficient frontier) ونفس المحفظة المثلى وهذا ما يشار إليه بفرضية التوقعات المتجانسة (homogeneous expectations) .
- لا يدفع المستثمرون أي ضرائب على أرباحهم ولا حتى تكاليف صفقاتهم المالية .
- الأصول التي يمكن أن تتشكل منها المحفظة الاستثمارية هي الأسهم والسندات والاستثمارات الخالية من المخاطرة .
- يعد جميع المستثمرون عقلانيون ، يهدفون لامتلاك المحفظة المثلى (*Optimal Portfolio*) ذات متوسط التباين الأقل لعوائد أوراقها المالية ، أي أن جميع المستثمرين يستخدمون نموذج Markowitz لاختيار المحفظة المثلى .
- افتراض إمكانية الإقراض والاقتراض دون أية قيود وبمعدل خالي من المخاطرة ، وتعتبر المحفظة محفظة إقراض إذا كانت هناك نسبة من المحفظة مستثمرة بالأصل الخالي من المخاطرة ، ومحفظة اقتراض (رفع مالي) إذا كانت المحفظة بأكملها مكونة من أصول خطرة .
- يقوم النموذج على فكرة أساسية مفادها أنه إذا اعتمد جميع المستثمرين محفظة استثمارية مماثلة لمحفظة السوق فإنهم يركزون عند تقييم أي أصل على التباين المشترك لهذا الأصل مع أصول السوق الكلية .

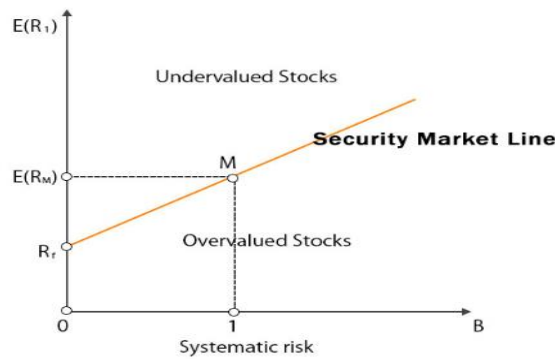
⁷المطلوب يقصد بوضع التوازن عندما تعمل آلية السوق من عرض وطلب على المحافظة على الأسعار عند مستوى العائد المتوقع أو

- وبما أن النموذج مبني على افتراض عقلانية المستثمر ، فإن المستثمرين في السوق المالي عقلانيين و نفورين من المخاطرة، ويطلبون عوائد أعلى على الاستثمارات الخطرة ، وبالتالي فإن العلاقة بين العائد المطلوب والمخاطرة علاقة طردية خطية ، يمكن تمثيلها بما يسمى ب خط سوق الورقة المالية (SML) والذي يعكس مدى تجنب المستثمر للمخاطرة ، فكلما ازدادت درجة انحدار هذا الخط كلما ازداد نفور المستثمر من تحمل المزيد من المخاطر ويعبر عن هذه العلاقة بالصيغة الرياضية التي وضعها (Sharp 1964) :

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f]$$

حيث : $E(r_m)$: العائد المتوقع لمحفظة السوق ، $E(r_i)$: العائد المتوقع للأصل ، β_i ، حساسية العائد ، r_f : معدل العائد خالي المخاطرة

الشكل رقم (2) يعبر عن العلاقة الرياضية السابقة و يمثل خط سوق الورقة المالية (SML)⁸ :



المصدر مقالة : Security Market Line (SML):

نلاحظ من الرسم البياني السابق توضع جميع الأوراق المالية على خط سوق الورقة المالية (SML)، بينما تكون المحافظ المتركزة تحت خط سوق الورقة المالية مقيمة أعلى من قيمتها العادلة حيث تدر عائداً أقل عند درجة معينة من المخاطرة ، والمحافظ أعلى من خط سوق الورقة المالية مقيمة بأقل من قيمتها العادلة حيث تدر عوائد أعلى عند نفس الدرجة من

⁸ <https://www.wallstreetmojo.com/security-market-line/>

المخاطرة ، ويمكن للسوق من خلال عملية المراجعة إعادة أوراق هذه المحافظ إلى قيمتها العادلة ، ويفسر النموذج الاختلاف بين العوائد المتوقعة للأوراق المالية المتداولة باختلاف حساسية كل ورقة مالية β_i لمخاطر السوق⁹ .

- يستخدم نموذج *CAPM* في اختبار كفاءة السوق فإذا كان جميع المستثمرين في السوق يحملون نفس المحفظة ، فهم يتشاركون نفس المعلومات حول الأصول المتداولة في السوق ، وبالتالي لا داعي لإجراء تحليلات تهدف لدراسة السوق لعدم وجود أصول تحقق عوائد أعلى من عوائد محفظة السوق ، كما يقدم النموذج دليلاً لتقييم الاستثمارات من خلال مقارنة عوائد الورقة المالية مع عوائد أصول السوق الكلية .

-انتقادات نموذج *CAPM*:

على الرغم من أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة ، إلا أنه أثبت فشله في العديد من الدراسات التطبيقية ووجهت له العديد من الانتقادات أهمها :

1- قيمة بيتا (معامل الانحدار) لخط سوق الورقة المالية هو المعامل الوحيد المفسر للعائد المتوقع للأصل .

1- بيتا تفسر علاوة الخطر الموجبة فقط .

2- هناك عوامل أخرى تؤثر على عائد الأصل لم يأخذها النموذج بالاعتبار مثل حجم المنشأة - القيمة السوقية- التدفقات النقدية - حجم المبيعات .

3- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يقتصر على فترة زمنية واحدة ، حيث أنه يصف الطريقة التي يبني بها المستثمرون توقعاتهم عن فترة مستقبلية واحدة ، إضافة إلى أن النموذج لا يحدد طول الفترة الزمنية .

4- يعتبر النموذج أن بيتا حد ثابت، بينما تشير الدراسات التطبيقية إلى أن بيتا يمكن أن تتغير عبر الزمن ، ذلك عند دخول الشركات قطاعات جديدة وتغير هيكل رأس المال فيها .

5- لا توجد استثمارات خالية من المخاطرة تماماً حيث أن عوائد الأصول الخالية من المخاطرة التي يعتمد عليها النموذج تتقلب مع الزمن ولا تبقى ثابتة كما يفترض النموذج .

⁹ Article : Security Market Line (SML): <https://www.wallstreetmojo.com/security-market-line/>

6- افتراض النموذج أن جميع الأصول متاحة للتداول ويمكن للمستثمر حيازتها بالشكل والنسب الصحيحة التي تضمن له أعلى عائد .

7- المشكلة الأخيرة تتمثل في مفهوم محفظة السوق والتي تعتبر محفظة مثقلة بقيمة جميع الأصول في الاقتصاد، كما أنه من الممكن أن يتواجد عدة محافظ ممثلة السوق تختلف معاملات بيتا لكل منها ،

الماخذ على المالية التقليدية وتداعيات ظهور علم المالية السلوكية :

- أثبتت الأزمات المالية والتقلبات السياسية والاقتصادية العنيفة التي هزت العالم فشل النموذج التقليدي السائد في النظريات المالية الحديثة القائم على فرضيتين أساسيتين الأولى هي فرضية عقلانية المستثمر والتي تعتمد عليها الفرضية الثانية وهي فرضية السوق الكفوء، وتبين أنها غير قادرة على التوصل لإطار واضح ودقيق لآلية تسعير الأصول الرأسمالية إضافة لكونها غير قادرة على إيجاد تفسير مقنع وعلمي للمنحى الذي تتخذه مؤشرات الأسواق المالية خاصة فيما يعرف ب التشوهات (Anomalies) ، وأن هناك حالات كثيرة يتعثر على المستثمر فيها اتخاذ قرار عقلائي فيستثمر بطرق غير عقلانية ، وهو ما دفع الأوساط الأكاديمية والعلمية للبحث في هذا الموضوع في نهاية الثمانينات ، فانقسم الباحثون إلى مجموعتين سميت المجموعة الأولى بمجموعة المصلحين والتي حاولت إجراء تعديلات على فرضية كفاءة السوق لتصبح أكثر كفاءة في تسعير الأصول الرأسمالية ، وجعلها قادرة على اتخاذ نماذج تتسم بقدرة أكبر على احتواء التشوهات (Anomalies) ، بينما ذهبت المجموعة الثانية والتي سميت ب المبدعين إلى مناقضة فرضيات المدرسة التقليدية ويرون أن المستثمرين غير عقلانيين وغير قادرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية بكفاءة ، وأن التحيزات العاطفية التي يشعرون بها تؤثر بشكل كبير بمنحى أسعار الأسهم و تذبذبات مؤشرات الأسواق المالية و هذا ما شكل النواة لظهور علم المالية السلوكية¹⁰ ومن اوائل الباحثين الاقتصاديين في هذا المجال :

Richard Thaler , Andrei Shleifer , Werner De Bondt , Robert Shiller

¹⁰ عبد الرحمن بن سانية & صلاح الدين النعاس & علي بن الضب ، " الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأي المال ، مجلة الامتيازات لبحوث الاقتصاد والإدارة ، 2017 ، المجلد 1 ، العدد 2 ، ص 1

- قدم (Eugene Fama 1970) فرضية كفاءة السوق بالاعتماد على أدلة تجريبية و أحدث بذلك ثورة في الدراسات المالية بينما ظهرت العديد من الدراسات التي هي على نقيض من هذه الفرضية وقدمت أدلة قوية على وجود شذوذات ظاهرة وملموسة في مختلف الأسواق المالية تعرف بما يسمى بـ Anomalies أو التشوهات عجزت امامها نماذج تسعير الأصول الرأسمالية التي أتت بها المالية التقليدية عن التفسير ، وتمثل هذه التشوهات سلوكاً استثمارياً يتنافى مع افتراض عقلانية المستثمر والسوق المالي الكفاء ، فهي تشوهات تظهر بصورة منتظمة وتتصف بإمكانية إعطاءها القدرة على التنبؤ بعوائد الأصول المالية والذي بدوره يؤثر على القرار الاستثماري للمستثمرين عند تحليلها، كما حاولت العديد من هذه الدراسات تفسير هذه التشوهات ففسرها (Eugene Fama (1998 بالصدفة بينما أرجعها آخرون إلى التشوهات التي ظهرت في فحص البيانات والنماذج (Data Snooping)¹¹ ، لكنها لم تقدم تفسيرات مقنعة ووافية لهذه التشوهات مما دفع العديد من الاقتصاديين للبحث عن بديل جديد لفرضية كفاءة السوق يتصف بالقدرة العالية على تفسير هذه التشوهات من جهة وإيجاد حلول سوقية لها من جهة أخرى .

ثانياً : المالية السلوكية (Behavioral Finance) :

- تعتبر المالية السلوكية (behavioral finance) فرع من فروع الاقتصاد السلوكي (behavioral economic) ، وانطلقت المالية السلوكية من منطلق رئيسي وهو أن قرار المستثمرين في أسواق رأس المال غير عقلاني دائماً ويتجلى ذلك فيما يسمى بالتحيزات السلوكية (behavioral biases) كالإفراط في الثقة - النفور من الخسارة - سلوك القطيع - المبالغة في رد الفعل وكلها تنعكس في النهاية بصورة تذبذبات في أسعار الأوراق المالية وهذا يتناقض مع ما جاءت به النظرية المالية التقليدية¹² حيث وصف (Meir Statman)

¹¹ Schwert, G. W, " Anomalies and market efficiency" . Handbook of the Economics of Finance, . 2003 , edition 1, volume 1 , p 939-974.

¹² Elan, S. L., & Goodrich, Behavioral patterns and pitfalls of US investors, the Federal Research Division, Library of Congress, , 2010, p: 01

المستثمرين في المالية التقليدية بأنهم عقلانيين بينما المستثمرين في المالية السلوكية مستثمرين طبيعيين¹³

- ويرى (kourtidis,et al, 2011) أن النظريات المالية التقليدية تبحث في سلوك الأفراد الهادف لتعظيم المنفعة ، بينما تبحث المالية السلوكية في منحى سلوك الأفراد ضمن ظروف السوق المالي المحيطة .¹⁴

أي هدف المالية السلوكية الأساسي ليس فهم كيف يتصرف الأفراد في أسواق رأس المال بل فهم وتحليل سلوك المستثمرين وأثر هذا السلوك على مؤشرات الأسواق المالية ، وبالتالي تقليص الفجوة بين نظريات المالية التقليدية و ظروف السوق الفعلية المحيطة بالمستثمرين .¹⁵

- تنقسم النظرية المالية السلوكية إلى مجالين :

1- علم المالية السلوكية الجزئية (Micro Behavioral Finance) ويدرس التحيزات وسلوك المستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية (استراتيجيات الاستثمار السلوكية)

2- علم المالية السلوكية الكلي (Macro Behavioral Finance) :

والذي يهتم بفهم وتفسير التشوهات في أسواق رأس المال ويجيب على سؤال هل الأسواق كفؤة أم أنها أسواق تخضع لتأثيرات سلوكية¹⁶ .

- تستند المالية السلوكية في جوهرها على ثلاثة عناصر رئيسية لم تتخذها المالية التقليدية في الحساب :

1- عاطفة المستثمرين -2- التفضيلات السلوكية 3- محدودية المراجعة¹⁷ .

¹³ Michael M. Pompian, "Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases", Hoboken, New Jersey(2006),: Wiley, p. 03.

¹⁴ Dimitrios Kourtidis, , Sevic, Z, & Prodromos Chatzoglou, 2011," Investors trading activity: A behavioral perspective and empirical results", SOCECO Journal of Socio-Economics, 40(5), p: 548

¹⁵ Copur, Z, Handbook of research on behavioral finance and investment strategies: decision making in the financial industry. Business Science Reference, 2015,An Imprint of IGI Global, p. 01.

¹⁶ Michael M. Pompian, "Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases", Hoboken, New Jersey, (2006): Wiley,p. 08

¹⁷ De Bondt, W., Muradoglu, G., Shefrin, H., & Staikouras, S. K, 2008, *Behavioral Finance: Quo Vadis?*. Journal of applied finance , fall winter 2008, p: 9.

3.2. عاطفة المستثمرين investor's sentiment : تفترض المالية السلوكية أن القرارات

الاستثمارية للأفراد تتصف باللاعقلانية وتتأثر بالعوامل النفسية والعاطفية التي تتنبأهم ، وبالتالي فإن دراسة علم النفس وسلوك الأفراد يساعدنا على فهم و تحليل عملية اتخاذ القرار ، وفي هذا الصدد يشير علماء النفس إلى وجود بعض التحيزات في معتقدات الأفراد (biases in beliefs) تؤدي إلى أخطاء منهجية في طريقة معالجة المعلومات عند اتخاذ القرارات ويمكن تمييز بعض التحيزات منها :

1- تحيز التمثيل : (Representative Bias) :

أول من وصف هذا التحيز كل من (Tversky & Kahneman 1971) وهو أحد أشكال التحيز الإدراكي (cognitive bias) يقوم على مبدأ قانون الأعداد الصغيرة (law of small numbers) ويعني أن يتصرف الأفراد على اعتبار أن خصائص العينات الصغيرة الإحصائية تتشابه وتتفق مع خصائص العينات الكبيرة¹⁸ ، فلو فرضنا أن الحدث الكلي في السوق هو الحدث A و الحدث الجزئي هو الحدث B فإن الأفراد يقدرّون احتمال وقوع الحدث الجزئي B بالاعتماد على احتمال وقوع الحدث الكلي A الذي وقع أو من المرجح أن يقع ، فإذا كان احتمال وقوع الحدث الكلي A قويا يميل الأفراد إلى تقدير قوة احتمال وقوع الحدث B والعكس صحيح¹⁹ ، و قد ينتج عن هذه التحيز السلوكي تحيز آخر يدعى إهمال المعلومات المرجعية (base rate neglect) يقصد به إهمال المتغيرات الأساسية المتعلقة باتخاذ القرار والتحيز للأخذ بمتغير واحد فقط لتقييم جدوى مشروع استثماري ما²⁰.

2- تحيز الإتاحة، (Availability Bias) :

يقوم الأفراد في إطار هذا التحيز بإعطاء وزن أكبر للاحتتمالات الأخيرة أو الحديثة عند تقديرهم لاحتمال وقوع حدث معين ، ويعود ذلك إلى قوة إدراكها من قبل الذهن العقلي وسهولة

¹⁸ نفس المرجع السابق ص 11

¹⁹ رفيق، مزاهدي ، "لاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص

التتبع الاستثماري " ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، الجزائر، ص114

²⁰ Whitfield, I, Behavioural Finance, Options Markets and Financial Crises: Application to the UK Market 1998-2010" 2013. Durham University, p. 29

تذكرها²¹ ، فلو دخل المستثمر في عشرين صفقة كانت العشرة الأخيرة منها رابحة يشعر المستثمر بالثقة ويقدر أن احتمال ربحه في الصفقات القادمة أكبر والعكس فيما إذا كانت الخمسة الأخيرة خاسرة فإنه يعطي احتمال خسارته في الصفقات القادمة وزنا أكبر مع أنه حقق نسبة ربح 75% و بالتالي نجد أن تحيز الاتاحة يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير عقلانية من قبل المستثمر .

3- الإفراط في الثقة ، Over Confidence :

يقصد بالثقة درجة الاعتقاد في صحة الحكم أو اتخاذ القرار ، أما تحيز الثقة المفرطة فيقصد به أن الأفراد يتصفون بثقة زائدة في إطلاق أحكامهم الخاصة حيث يكون المستثمر مؤمن بقدرته على اتخاذ قرارات استثمارية صائبة و تقدير احتمال وقوع حدث معين وتزداد هذه الثقة المفرطة عند سيطرته على حدث ما مع أنه في الأصل لا يمكن السيطرة على الأحداث المحتملة وهذا ما يدعى بوهم السيطرة (Illusion of control)²² ، مما يؤدي الى اتخاذ قرارات غير مبنية على أسس منطقية سليمة كالتفسير الخاطئ للمعلومات والمبالغة في تحليلها ، وسوء تقدير قيمة الخطأ المحيط ، كما يرى كل من Daniel , hirshleifer & (subramanyam, 1988, 2001)

أن المستثمرين يعانون من الإسناد الذاتي (Self-Attribution Bias) الذي يساهم في زيادة تحيز الثقة حيث يعلل الأفراد نجاحاتهم إلى مهاراتهم و مجهوداتهم الذاتية ، بينما يبررون الفشل بسوء الحظ ، وبظروف خارجة عن إرادتهم²³. كما توجد صورة أخرى لتحيز الثقة المفرطة يدعى بتحيز الإدراك المتأخر (HindSight Bias) ويعني اعتقاد الأفراد عند وقوع الخسائر بأنهم كانوا على معرفة بما سيقع من قبل أن يقع ولكن ترددهم حال دون تجنبهم للخسارة وبرزت هذه الظاهرة في أعقاب حدوث الانهيار الاقتصادي العالمي حيث اعترف

20 Michael M. Pompian "Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases", Hoboken, New Jersey, (2006),: Wiley, p, 94

²² نفس المرجع السابق ص 20-21

²³ De Bondt, W., Muradoglu, G., Shefrin, H., & Staikouras, S. K. (2008), p. 11.

الاقتصاديون والمستثمرون أنهم كانوا على دراية بدلائل وجود فقاعة قد تتجم قريباً رغم مشاركتهم بفعالية في صفقات تداول أدت إلى ارتفاع أسعار الأصول المالية²⁴ .

4- الترسخ والارتكاز : (Anchoring) وتعني ربط الحدث بنقطة مرجعية سابقة ومن ثم استخدامها كأساس لعملية اتخاذ القرار كأن يركز المستثمر على أداء شركة ما سابقاً متجاهلاً الأحداث الأخيرة مما يؤدي إلى سوء تقديره لاحتمال وقوع للخسائر والأرباح واتخاذ قرار استثماري خاطئ²⁵.

5- رد الفعل المفرط أو المتأخر : (over or under reaction) : هو التحيز الأكثر شيوعاً بين المستثمرين في أسواق رأس المال ، يظهر عندما يقوم المستثمرون باتباع سلوك غير عقلاني تجاه المعلومات الواردة إلى السوق سواء كانت معلومات جيدة أو سيئة، ويتسببون بحدوث فجوة كبيرة بين السعر السوقي والقيمة العادلة . يقصد بالتأخر في رد الفعل بأن استجابة أسعار الأسهم تكون بطيئة للمعلومات والأحداث الجديدة ، على عكس رد الفعل المفرط حيث ترتفع الأسعار إلى مستوى أعلى من القيمة العادلة عند سماع أخبار جيدة بينما تنخفض إلى مستوى أدنى من قيمتها العادلة عند سماع أخبار سيئة .

أولى الدراسات التي أولت اهتماماً بهذا الموضوع دراسة كل من (De Bondt & Thaler 1985) حيث خلصت إلى أن المستثمرين يبالغون في رد فعلهم تجاه الأخبار الواردة إلى السوق سواء كانت جيدة أو سيئة وهذا بدوره يؤثر على أداء السوق المالي²⁶ .

²⁴ محمد السقا ، عدنان الحوي ، " علم الفقاعات المالية وانفجاراتها . مجلة العلوم الالكترونية "، 2009، المجلد 25 ، مؤسسة الكويت للتقدم العلمي ، يمكن قراءة المقال على الرابط التالي : <http://www.loommagazine.com/articles/ArticleDetails.aspx?ID=2432>

²⁵ Baker, H. K., & Nofsinger, J. R, "Behavioral finance: investors, corporations, and markets", Hoboken, New Jersey 2010: John Wiley & Sons, p. 46.

²⁶ De Bondt, W. F. M., & Thaler, R.. Does the stock market overreact?. THE JOURNAL OF FINANCE, (1985)40(3), 793-808.

2.2. تفضيلات المستثمرين Behavioral Preference :

توجد عدة أنماط تفسر تفضيلات سلوك المستثمر في أسواق رأس المال ، أشهرها ما جاء به (Tversky & Kahnman 1979) وسميت بنظرية التوقع (Expected prospect theory) والمناقضة لنظرية المنفعة المتوقعة في أدبيات المالية التقليدية ، كما توجد نماذج أخرى منها نظرية SP/A Lopes ، ونظرية تبادل العملية change of process ، نظرية الشعور بالندم regret theory ، و نظرية الأثر affect theory ، ونظرية ضبط النفس self control theory .

27 - نظرية التوقع Prospect Theory :

تعد من أهم نظريات عملية اتخاذ القرار في ظل ظروف عدم التأكد والعوامل النفسية ، قام بصياغتها كل من (Tversky & Kahnman, 1979) ، سميت بذلك لأنها تدرس آلية اتخاذ القرار الاستثماري بناء على الاحتمالات والتوقع ، تعتبر هذه النظرية الإطار الذي يساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم و تفسر سلوكيات صانعي القرار عند المفاضلة بين البدائل المختلفة ، كما تبين هذه النظرية أن عملية اتخاذ القرار في ظل وجود المخاطرة هي عملية اختيار بين التوقعات أو المقامرات .

- الصياغة الرياضية لنظرية التوقع :

تقوم الصياغة الرياضية لنظرية التوقع على الاختيار بين البدائل المتاحة من خلال إعطاء "الأوزان" بدلاً من "الاحتمالات" ودالة القيمة "بدلاً من" دالة المنفعة "ويمكن صياغتها على الشكل التالي :

$$v(a) = \sum \left(v(u(x_i)) \right) \left(\pi(p(x_i)) \right)$$

حيث أن : $v(a)$: دالة القيمة π : الأوزان (دالة الترجيح) p : الاحتمال
 u : دالة المنفعة x_i : البدائل المتاحة $v(a)$: دالة الاحتمال

- يتضح من المعادلة السابقة أن :

²⁷ عبد الرحمن بن سانية & صلاح الدين النعاس & علي بن الضب ، " الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأي المال ، مجلة الامتيازات لبحوث الاقتصاد والإدارة 2017 ، المجلد 1 ، العدد 2 ، ص 24 ، <https://www.researchgate.net/publication/321951222>

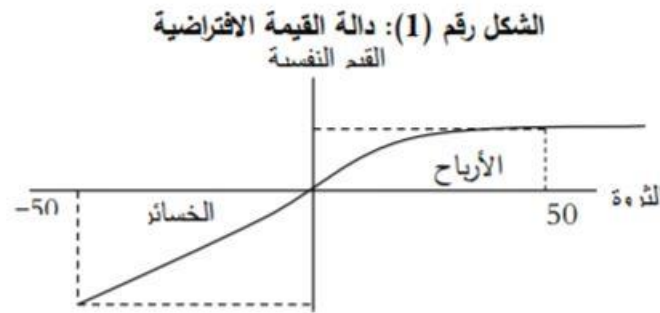
1- دالة القيمة تختلف عن دالة المنفعة في نظرية المنفعة المتوقعة بسبب وجود نقطة مرجعية تحدد من قبل رأي شخصي للمستثمر ، حيث أن ميل دالة القيمة يكون صاعد لمستويات الثروة عند النقطة المرجعية وميل نازل لمستويات الثروة بعد النقطة المرجعية .

2- يتم تحديد النقطة المرجعية من قبل الفرد كنقطة مقارنة لمستويات الثروة حيث :
أ- يعتبر المستثمر محب للمخاطرة عند مستويات الثروة الأقل من النقطة المرجعية (مستعد للمخاطرة للمحافظة على الثروة)

ب- يعتبر المستثمر نفور من المخاطرة عندما تكون مستويات الثروة أعلى من النقطة المرجعية .

ينشأ عن هذه النظرية ما يسمى بأثر التصرف disposition effect ، حيث يميل المستثمر لتجنب المخاطرة عندما تتعلق باحتمال الربح ، بينما يميل لتحمل المخاطرة عندما تتعلق باحتمال الخسارة .

-يوضح الشكل رقم (3) منحنى القيم النفسية للربح والخسارة عند المستثمر في ظل نظرية التوقع عند نفس النقطة المرجعية :



Source: Kahneman, & Tversky, Op. Cit, p.11.

و فيما يلي نستعرض أهم ملامح التفضيلات السلوكية للمستثمر :

1- النفور من الخسارة : Loss Aversion :

تم اقتراحه من قبل كل من (Tversky & kahnman, 1979) ينص على أن شعور المستثمرين بالأسف عند التعرض لخسارة مبلغ معين يعادل ضعفي شعورهم بالرضا عند ربح نفس المبلغ ، كما أنهم يتجنبون المخاطر في ظل الظروف غير المؤكدة بهدف حماية ثروتهم

(سلوك تجنب المخاطرة) فيمتنعون عن بيع الأسهم الخاسرة ويحتفظون بها وقتاً طويلاً على أمل تجنب الخسائر في حال بيع هذه الأسهم ، ولكن قد يتحملون المخاطر من أجل تجنب الخسائر (سلوك البحث عن المخاطرة) فيقومون ببيع الأسهم الرباحة سريعاً من أجل حصولهم على الأرباح وخوفاً من انخفاض قيمتها مستقبلاً²⁸ ، وهذا السلوك الغير عقلاني يتسبب بتعرض المحفظة الاستثمارية لمخاطر كبيرة .

2- تحيز تجنب الغموض : Ambiguity Aversion Bias :

أول من أشار إليه الاقتصادي Frank H.knight ، يقصد به تفضيل البدائل ذات الاحتمالات المعروفة على البدائل ذات الاحتمالات غير المعروفة (عدم اليقين) ويظهر هذا التحيز في سوق رأس المال عندما يصعب على المستثمرين تقدير مجموعة الاحتمالات المستقبلية وبالتالي يمتنعون عن اتخاذ القرارات الاستثمارية ولا يقدمون على استثمارات يجهلون خوفًا من الخسارة مستقبلاً ، بينما يظهر تحيز آخر يدعى بتحيز تفضيل المألوف (Familiarity Bias) حيث يميل المستثمرين إلى الاستثمار في المؤسسات التي يعملون بها ، ويخسرون بذلك منافع التوزيع تجنباً للخوض فيما يجهلونه²⁹، فيؤدي هذا التحيز إلى إهمال مبادئ المحفظة المالية المثلى³⁰

3- سلوك القطيع : Herd Behavior :

ويعني تفضيل المستثمر لاتخاذ قرارات مشابهة لقرارات المستثمرين المحيطين بهم ويعمل ذلك بنقص الكفاءة والقدرة الكافية على تحليل المعلومات الواردة إليهم³¹.

4- المحاسبة العقلية : Mental Accounting :

أول من أشار إلى هذا المصطلح (Tversky & Kahnman, 1979) ويقصد به ميل المستثمرين إلى وضع أحداث معينة في حسابات عقلية مختلفة ، ويظهر في الأسواق عندما يجزئ المستثمرين أموالهم إلى حسابات منفصلة لأسباب مختلفة ، ويمنحون كل جزء منها تقييماً

²⁸ De Bondt, W., Muradoglu, G., Shefrin, H., & Staikouras, S. K. " Behavioral Finance: Quo Vadis " (2008),p. 11.

²⁹ Michael M. Pompian, "Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases", Hoboken, New Jersey: , (2006) ,Wiley,pp. 129–133.

³⁰ المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية بالطريقة الملائمة لتحقيق أهداف المستثمر

³¹ Hong, H., Kubik, J. D., & Stein, J. C., " Thy Neighbor's Portfolio: Word-of-Mouth Effects in the Holdings and Trades of Money Manager", Journal of Finance, 2005, vol, LX, NO(6), p: 2801.

مختلفاً بحسب مصدرها³²، فلا يمنح المستثمر المحفظة الاستثمارية نظرة موحدة كما في نظرية المنفعة المتوقعة ، بل يشكلون محافظ منفصلة بناءً على معدلات خطر مختلفة والمحصلة الأخيرة تكون مطابقة تماماً لمحفظة كبيرة تشمل جميع الأصول المالية بغض النظر عن درجة خطورتها .

5- الخوف من ضياع الفرص (FOMO effect:the fear of missing out):

- وفقاً لهذا التحيز يندفع المستثمرين نحو استغلال الفرص المتاحة أمامهم خوفاً من ضياعها ، وكلما ساحت لهم فرصة جديدة يقومون باستغلالها والاستثمار فيها بغض النظر عن نوعية الفرص المتاحة أمامهم و جدواها الاقتصادية ، ينتج عن هذا التحيز المبالغة في استثمار الأموال واتخاذ قرارات مالية عشوائية ، كما ينتج عنه تحيز آخر يدعى تحيز الشعور بالندم regret يظهر في أسواق رأس المال عندما يشعر المستثمرين بالندم اذا اضاعوا الفرصة المتاحة امامهم مما يدفعهم لاتخاذ قرارات استثمارية غير عقلانية عالية المخاطرة .

6- تحيز التكاليف الغارقة : Sunk Cost Bias

يذهب المستثمرون في إطار هذا التحيز إلى الإصرار على المتابعة بقراراتهم الاستثمارية الخاطئة ، بهدف تجنب خسارة التكاليف الغارقة³³ ، والمستثمرون ضحايا هذا التحيز يقومون ببيع الأصول إذا تفوقت قيمها السوقية على تكاليفها دون أن ينظروا للمستقبل باحتمال ارتفاع أسعار هذه الأصول وزيادة مردوديتها وبالتالي يضيعون فرص استثمارية مستقبلية ، أما المفارقة الكبيرة في مغالطة التكاليف الغارقة أنه كلما فقدت أموالاً في استثمار ما كلما تمسكت به بصورة أقوى³⁴ .

³² Clot, S., Ibanez, L., Meral, P., & Andriamahefazafy, F. (2013). How mental accounting could bias PES programs: a natural field in Madagascar. Paper presented at the 30. Journées de la Microéconomie Appliquée (JMA 2013), p. 03

³³ هي تكلفة تم تكبدها بالماضي ولا يمكن استردادها الغارقة التكلفة³³

³⁴ Arkes, H. R., & Ayton, P, "The sunk cost and Concorde effects: Are humans less rational than lower animals?" , Psychological bulletin, 1999,Vol125(5).p:599

3.2. محدودية المراجعة Limited Arbitrage :

تنص نظريات المالية التقليدية على أن المستثمرين العقلانيين يقومون بتصحيح السلوك الاستثماري الخاطئ للمستثمرين غير العقلانيين والتي تتسم بالعشوائية ، وبالتالي فإن آلية المراجعة تلعب دوراً هاماً في إعادة السعر إلى قيمته العادلة ، بينما تنص المالية السلوكية على أن سلوك المستثمرين هو سلوك غير عقلاني يتأثر بعواطفهم ويتجلى ذلك بتحيزاتهم السلوكية المختلفة ، وبالتالي فإن إعادة السعر إلى قيمته العادلة غير ممكن و هذا ما يقصد به ب محدودية المراجعة ، وقد أشار (Shleifer, 2000) إلى أن عملية المراجعة محفوفة بالمخاطر ما يحد من قدرتها على إعادة أسعار الأصول إلى قيمها العادلة كما انها عالية التكلفة مما يجعلها غير مرغوبة من قبل المستثمرين³⁵

4.2. استراتيجية الزخم واستراتيجية الانعكاس :

- تقوم المالية السلوكية على دراسة وتحليل الاتجاهات السعرية التاريخية للأوراق المالية والتنبؤ بأسعارها المستقبلية ولوحظ تاريخياً ظهور احتمالين للمنحى الذي تتخذه ، إما أن تستمر بنفس المنحى (ظاهرة زخم سعري) أو أن تأخذ مساراً معاكساً (ظاهرة انعكاس الأسعار) و بناءً عليه يتم تشكيل وبناء المحافظ الاستثمارية .

فقد عرف (Jegadeesh & Titman, 1993) ظاهرة الزخم على أنها حالة استمرار الأسهم في اتجاهها صعوداً أو هبوطاً على المدى المتوسط (3-12) شهراً ، وبناءً على هذا المنحى الشائع الذي تتخذه الأسهم ظهرت استراتيجية للاستثمار تقوم على هذه الظاهرة تدعى باستراتيجية الزخم الاستثمارية والتي عرفها (snopken, 2012) بأنها " الاستراتيجية الاستثمارية المبنية على مبدأ شراء (بيع) الأوراق المالية ذات الأداء الجيد (سيء) في الماضي على افتراض أنها ستميل إلى الاستمرار بنفس منحى الأداء الجيد (سيء) في المستقبل .

بينما عرفت ظاهرة الانعكاس السعري بحسب (Jegadeesh & Titman 1993) على أنها الحالة التي ينعكس فيها اتجاه الأسهم صعوداً أو هبوطاً على المدى القصير (أسبوع - شهر)

35 Shleifer, A. Inefficient markets: an introduction to behavioral finance. Oxford: Oxford University Press, 2000, p, 13.

أو على المدى الطويل (3-5 سنوات) كما عرف (Debondt&Thaler1985) استراتيجية الاتجاه المعاكس على أنها الاستراتيجية التي تقوم على بيع الأسهم التي كانت رابحة في الماضي وشراء الأسهم التي كانت خاسرة على افتراض أن أسعارها ستعكس خلال الفترة من (3 - 5 سنوات) (أسبوع إلى شهر) أو (3 - 5 سنوات).

المنهجيات والأساليب المتبعة في أهم دراسات الزخم السعري والاتجاه المعاكس التطبيقية :

- قام الباحثون بإجراء العديد من الدراسات التي تناولت اختبار ربحية كل من هاتين الاستراتيجيتين : وفي سبيل ذلك تم اتباع منهجيات وأساليب مختلفة في تشكيل المحافظ وجميعها تتبع الخطوات التالية :

- 1- احتساب عائد الأسهم المدروسة وتحديد محافظ الزخم الرابحة والخاسرة .
- 2- تحديد أوزان الأسهم الداخلة في تركيب كل محفظة .
- 3- تحديد طريقة احتساب عائد المحفظة الرابحة والخاسرة .
- 4- اختيار الفترات الزمنية لتحليل واختبار عوائد المحافظ المدروسة وفقاً لأسلوب الفترات المتداخلة أو الفترات غير المتداخلة وذلك وفقاً لطول فترة الدراسة وحجم العينة المدروسة .

أولاً : احتساب عائد الأسهم المدروسة وتحديد محافظ الزخم الرابحة والخاسرة ³⁶:

- اتبعت غالبية الدراسات التطبيقية في بناءها للمحافظ الاستثمارية المدروسة إحدى طريقتين:

• **طريقة الأعشار أو استراتيجية الأعشار (Deciles-portfolios)** وهي المنهجية التي اتبعها (Jegadeesh & Titman, 1993) ، وتعتبر منهجاً هاماً اتبعته الدراسات اللاحقة في بناء وتقسيم محافظها الاستثمارية ، وتقوم هذه الطريقة على ترتيب الأسهم المدروسة ترتيباً تنازلياً بناء على عوائدها التاريخية خلال فترة التشكيل و توزيعها على عشرة محافظ ويسمى

³⁶ Narasimhan Jegadeesh & Sheridan Titman , "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency " , NBER WORKING PAPER SERIES , 1999 , NO 7159,P8.

العشر الأول منها بالمحفظة الرابحة (Winners portfolio) ، والعشر الأخير بالمحفظة الخاسرة (Losers Portfolio) وتكون محفظة الزخم السعري هي المحفظة التي تتخذ مركزاً طويلاً الأجل (شراء الأسهم الرابحة) من المحفظة الرابحة ، ومركزاً قصيراً الأجل (بيع الأسهم الخاسرة) من المحفظة الخاسرة، بينما تتخذ محفظة الانعكاس مركزاً طويلاً الأجل من المحفظة الخاسرة ومركزاً قصيراً الأجل من المحفظة الرابحة .

- استراتيجية القوة النسبية الموزونة **weighted relative strength strategy** ³⁷ (WRSS-portfolios) وقد اتبعتها (Conrad & Kaul , 1988) ، Yahya Zadehfar ، (Lo & Mackinlay 1990) ، (, et , al 2011) هذا التصنيف يقوم على مقارنة عائد كل سهم مع متوسط عوائد كل الأسهم المكونة للعينة المدروسة و تتكون محفظة الزخم الرابحة وفقاً لهذا الأسلوب من جميع الأسهم التي حقق عائداً أعلى من متوسط عائد أسهم العينة وتدعى بالمحفظة الرابحة بينما تتكون محفظة الزخم الخاسرة من جميع الأسهم التي تحقق عوائد أدنى من متوسط عائد جميع الأسهم المكونة للعينة ، ويجدر الإشارة إلى أن هذه الطريقة تعطي الأسهم الأكثر ربحاً والأكثر خسارة وزناً أكبر مقارنة بالأسهم الأقل ربحاً أو خسارة كما توضح المعادلة أدناه ، كما أنها أقل جذبا بالنسبة لصغار المستثمرين لارتفاع تكلفة الصفقات المترتب على كبر حجم المحفظة ، كما أن استراتيجية الأعشار تعد الأكثر ملائمة لدراسة وجود الزخم في الأسواق المختلفة بينما استراتيجية القوة النسبية الموزونة تعد الأكثر ملائمة لدراسة مصادر ربحية استراتيجية الزخم ³⁸ ، ويمكن تحديد وزن كل سهم من الأسهم التي تتكون منها المحفظة بناءً على أدائه في فترة التشكيل (Jegadeesh & Titman, 1993) وفق العلاقة :

$$w_{i,t} = \frac{1}{n} (r_{i,j} - \bar{r}_j)$$

³⁷ Jennifer Conrad and Gautam Kaul, "Long-Term Market Overreaction or Biases in Computed Returns?" , Journal of Finance , 1993 , Vol. 48, No. 1 (Mar., 1993) p 42

³⁸ Narasimhan Jegadeesh & Sheridan Titman , "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency " , NBER WORKING PAPER SERIES , 1999 , NO 7159,P14.

حيث : $w_{i,t}$: وزن السهم i في المحفظة ، $r_{i,j}$: عائد السهم i خلال فترة التشكيل j
 $\bar{r}_j$: متوسط عائد جميع الأسهم المكونة للعينة المدروسة ، n : عدد الأسهم الموجودة في
 العينة

ثانيا : تحديد أوزان الأسهم المكونة للمحفظة الربحية أو الخاسرة :

يتحدد وزن السهم المكون للمحفظة وفقاً لأسلوبين :

1 - أسلوب المحفظة المتساوية الأوزان (Equal Weighted Portfolio) :

وهي استراتيجية تقوم على تشكيل محفظة يتساوى فيها الوزن النسبي لجميع الأسهم الداخلة في تركيب هذه المحفظة (Jegadeesh & Titman , 1993) .

2-أسلوب المحفظة الموزونة : (Value Weighted Portfolio) :

يتم عند اتباع هذه الاستراتيجية تشكيل محفظة يتخذ كل سهم فيها وزن ونسبة مساهمة في عائد المحفظة بناء على خصائص هذا السهم مثل (الحجم (market capitalization) - قيمته - حجم التداول - السيولة - مكرر الربحية - ...) (Yahya Zadehfar , et , al (2011

-ويمكن تحديد وزن السهم في المحفظة بناء على أدائه وفق المعادلة التالية Jegadeesh & Titman 1999, p 14 :

$$W_{i,t} = \pm \frac{1}{N} [r_{it-1} - \bar{r}_{t-1}]$$

حيث : r_{it-1} : عائد السهم i خلال فترة التشكيل $t-1$ ، N : عدد الأسهم الموجودة في العينة

³⁹ Narasimhan Jegadeesh and Sheridan Titman " cross sectional and time series momentum",The Review of Financial Studies,2002 ,Vol. 15, No. 1, Spring, 2002, p145 , Published by: Oxford University.

$\bar{r}_{t-1}$: متوسط عائد كامل أسهم العينة المدروسة خلال فترة التشكيل $t-1$

$\pm$: تشير الإشارة السالبة إلى اتخاذ المستثمر مركزاً قصيراً (بيع الأسهم الربحية وشراء الأسهم الخاسرة ، انعكاس) بينما تشير الإشارة الموجبة إلى اتخاذ المستثمر مركزاً طويلاً (شراء الأسهم الربحية وبيع الأسهم الخاسرة ، زخم).

ثالثاً : طريقة احتساب عائد المحفظة :

1- طريقة العوائد غير العادية التراكمية :

تقوم على احتساب العوائد غير العادية التراكمية (CAR_j) للمحافظ الربحية أو الخاسرة في فترة التشكيل ومقارنتها مع عوائدها في فترة الاختبار (الاحتفاظ) ، وذلك بالاعتماد على المعادلة التالية:

$$CARW_{t(\text{تشكيل})} - CARW_{t(\text{اختبار})} <> 0$$

$CARW_{t(\text{تشكيل})}$: متوسط العوائد غير العادية التراكمية للمحافظ الربحية أو الخاسرة خلال جميع فترات التشكيل المختارة .

$CARW_{t(\text{اختبار})}$: متوسط العوائد غير العادية التراكمية للمحافظ الربحية أو الخاسرة خلال جميع فترات الاختبار المختارة .

- ويتم احتساب العوائد الشهرية غير العادية التراكمية لأسهم المحفظة بالمعادلة التالية (DeBondt & Thaler, 1985) :

$$CAR_j = \sum_{t=1}^t AR_{j,t}$$

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - Rm_{j,t}$$

حيث :

$AR_{j,t}$: العائد غير العادي (المعدل بمخاطر السوق) للسهم (j) خلال الفترة (t)

$R_{j,t}$: العائد الشهري للسهم j خلال الفترة t ، Rm_t العائد الشهري لمؤشر السوق خلال الفترة t

2- طريقة الوسط الهندسي (Geometric Mean Method) :

اتبعها كل من (jegadeesh&Thailer,1993) وهي الطريقة الأنسب للبيانات التي تبدي ارتباطاً تسلسلياً فيما بينها ومنها عوائد الأسهم ، وتقوم هذه الطريقة على حساب وسطي عوائد الشراء والاحتفاظ r_i للمحافظ الراجعة والخاسرة في نهاية فترة الاحتفاظ ، ثم احتساب الفرق بين متوسط عوائد المحافظ الراجعة $\overline{RW}_t$ ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة $\overline{RL}_t$ كما يلي :

عائد زخم	$\overline{RW}_t - \overline{RL}_t > 0$	في نهاية فترة الاحتفاظ
عائد انعكاس	$\overline{RW}_t - \overline{RL}_t < 0$	في نهاية فترة الاحتفاظ

كما يتم احتساب عوائد الأسهم في فترة التشكيل وفق المعادلة التالية :

$$\overline{R}_{i,t}^j = \left[\prod_{t=1}^j ([1 + r_i]^{1/j} - 1) \right]$$

حيث : $\overline{R}_{i,t}^j$: هي المتوسط الهندسي لعوائد السهم i خلال فترة التشكيل j ،

r_i : هي العائد الشهري للسهم i خلال كل شهر من أشهر التشكيل .

رابعاً - اختيار الفترات الزمنية لتحليل واختبار عوائد المحافظ المدروسة :

اتبعت العديد من الدراسات التطبيقية عند اختيار الفترة الزمنية للاختبار أسلوب الفترات المتداخلة (overlapping periods) وأبرزها دراسة (Jegadeesh & Titman 1999) ، (1993) ، (Gulay & Bildik, 2002) ، ويستخدم أسلوب الفترات المتداخلة في حال صغر حجم العينة أو قصر فترة الدراسة، و وفقاً لهذا الأسلوب تتكون المحفظة الراجعة في أي شهر من الأسهم التي حققت أعلى عوائد خلال أشهر التشكيل السابقة ، ويحتفظ في كل شهر t بسلسلة المحافظ المختارة في هذا الشهر ، بالإضافة إلى المحافظ المحتفظ بها من الأشهر السابقة وبهذا يمكن إعادة توازن المحفظة جزئياً بشكل شهري (partial rebalancing) ، حيث يفيد ذلك في زيادة عدد المشاهدات في حال صغر حجم العينة ، يترتب على اتباع هذا

الأسلوب أن المحافظ المشكلة والتي تحتوي على عوائد الأسهم المكونة لكل محفظة تتصف بأنها غير مستقلة ولكن هذه الصفة تكسب النتائج المزيد من الدقة والمعنوية ، بينما تنخفض مزايا استخدام هذا الأسلوب كلما كان حجم العينة أكبر وفترة الدراسة أطول كما تصبح تكاليف جمع البيانات ومعالجتها أكبر من المنفعة المرجوة منها ، في هذه الحالة ينصح باتباع أسلوب الفترات غير المتداخلة (non overlapping periods)، يتم وفقاً لهذا الأسلوب الاحتفاظ في كل شهر t بسلسلة المحافظ المختارة في هذا الشهر فقط (إعادة توازن كلي -full rebalancing) ويساعد هذا الأسلوب في التقليل من تكاليف الصفقات لإعادة التوازن الجزئي من خلال إعادة توازن المحفظة في بداية كل فترة تشكيل فقط.

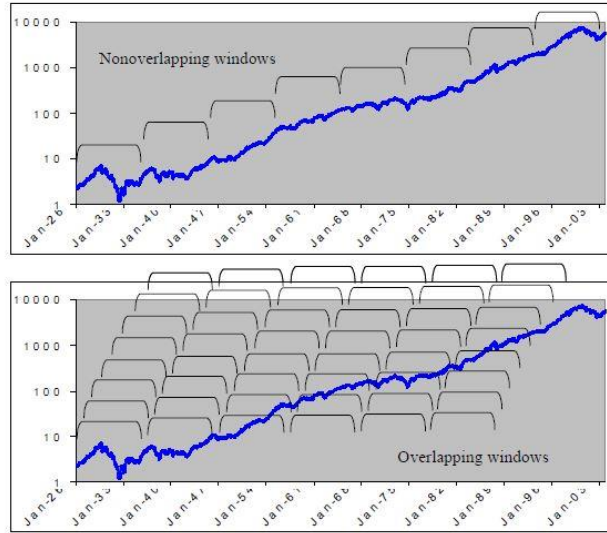
جدول رقم (1) يوضح أهم الفروقات بين أسلوبي الفترات المتداخلة وغير المتداخلة :⁴⁰

المشاهدات	أسلوب الفترات المتداخلة	أسلوب الفترات غير المتداخلة
التطبيق	غير مستقلة عن بعضها	مستقلة عن بعضها
دقة النتائج المتحصلة	صعبة التطبيق	سهلة التطبيق
	نتائج أكثر دقة في حال كون العينة صغيرة	نتائج أقل دقة في حال كون العينة صغيرة
التكلفة	تكلفة اتباع هذا الأسلوب أكبر من المنفعة المرجوة من الحصول عليه في حال كبر حجم العينة أو طول فترة الدراسة	تكلفة اتباع هذا الأسلوب أقل

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على الأدبيات ذات الصلة

⁴⁰ Stephen Coggeshall " asset allocation and long-term returns : an impirical approach , p 5-6

يوضح الشكل رقم (4) الفرق بين أسلوب البيانات المتداخلة وغير المتداخلة:⁴¹



⁴¹ https://www.researchgate.net/figure/The-difference-between-nonoverlapping-and-overlapping-windows_fig1_256067853

المبحث الثاني

مراجعة الأدبيات التطبيقية

يوجد العديد من الدراسات التي أثبتت إمكانية تحقق عوائد معنوية موجبة غير عادية عند اتباع استراتيجية الزخم السعري في العديد من الأسواق حول العالم منها أمريكا وأوروبا والأسواق الناشئة مثل اليابان وأستراليا والشرق الأوسط و البعض من هذه الدراسات طبق على الأسواق الإسلامية لدراسة ربحية استراتيجية الزخم السعري في هذه السوق على وجه الخصوص في السوق الأمريكية، وبناء عليه يتناول هذا المبحث الدراسات التطبيقية التي أثبتت وجود ظاهرة الزخم السعري وربحية اتباع استراتيجية الزخم السعري.

أولاً - الدراسات العربية :

دراسة (عزيري، 2018) : وتهدف إلى التحقق من ربحية استراتيجية الزخم السعري الاستثمارية في سوق دبي للأوراق المالية في الفترة التي تلت حدوث أزمة الرهونات العقارية على المدى المتوسط وتوصلت الدراسة إلى تحقق عوائد زخم معنوية موجبة من أجل جميع استراتيجيات الاستثمار المتبعة ماعدا استراتيجية (6تشكيل ، 6 احتفاظ) .

دراسة (دوبا ، 2017) : " ربحية استراتيجيات الاستثمار في بورصة البحرين " دراسة مقارنة بين استراتيجية الزخم السعري واستراتيجية الاستثمار المعاكس "

وتهدف الدراسة إلى الكشف عن استراتيجيات الاستثمار القادرة على تحقيق أعلى عوائد ممكنة في بورصة البحرين ، باتباع منهجية (jegadeesh & titman, 1993) في تكوين المحافظ الربحية والخاسرة واحتساب عوائد الزخم و عوائد الانعكاس وتوصلت الدراسة إلى نتائج تختلف مع نتائج غالبية الدراسات التي أكدت تحقق عوائد موجبة عند الاستثمار باستراتيجية الزخم السعري الاستثمارية حيث نتج أن اتباع استراتيجية الزخم السعري على المدى المتوسط والطويل لا يحقق عوائد معنوية موجبة بينما يحقق اتباع استراتيجية الاستثمار المعاكس عوائد معنوية موجبة.

دراسة (الربيعي ، 2017) " تطبيق استراتيجيات الزخم في سوق العراق للأوراق المالية - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية " ، وهدفت الدراسة إلى اختبار ربحية استراتيجية الزخم السعري في سوق العراق للأوراق المالية وبيان فيما اذا كانت سوق العراق للأوراق المالية تتسم بالكفاءة ، حيث تم اعتماد أسلوب دراسة الحدث لدراسة امكانية تحقق عوائد زخم معنوية مع الأخذ بالحسبان تكلفة المعاملة ، وذلك بأخذ أسعار الإغلاق اليومية لأسهم عينة مؤلفة من 29 سهما لشركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة الممتدة من كانون الثاني 2010 وحتى شباط 2015 ، وابتاع نفس المنهجية التي اتبعها (Jegadeesh & Titman ,1993) وباعتماد أسلوب العائد التراكمي في حساب متوسط عوائد الزخم للمحافظ الربحية والخاسرة ، خلصت الدراسة إلى عدم وجود عوائد زخم في سوق العراق للأوراق المالية بعد الأخذ بالحسبان تكلفة الصفقة ، بينما أظهرت الدراسة وجود عوائد زخم معنوية لاستراتيجية 6 أشهر تشكيل و (19 ، 22) شهر احتفاظ وذلك قبل الأخذ بالحسبان تكلفة المعاملة وهذا يتعارض مع ما توصلت إليه دراسة (Jegadeesh & Titman ,1993) بوجود عوائد زخم على المدى المتوسط فقط (3 -6-9-12 شهر) في السوق الأمريكية ، وأن عوائد الزخم الظاهرة هذه لا تستمر في الظهور بعد الأخذ بالحسبان كلفة المعاملات على المدى المتوسط والطويل وأن الاستراتيجية ذات العائد الأعلى من بين 36 استراتيجية هي استراتيجية (3 تشكيل ، 12 احتفاظ وتعتبر إشارة إلى تشابه نمط الزخم في العراق مع الزخم في أمريكا ، وأنه وفي جميع الاستراتيجيات ال 36 تعاني المحافظ الربحية من العوائد السالبة بينما تحقق المحافظ الخاسرة عوائد موجبة ، وتبين ظهور نمط سائد في سوق العراق للأوراق المالية على المدى أسبوع واحد وهو نمط الانعكاس (Contrarian pattern) ، كما أظهرت الدراسة أن سوق العراق للأوراق المالية تتسم بالكفاءة على المستوى الضعيف أي أنه لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية بالاعتماد على البيانات التاريخية بينما تتأثر هذه العوائد بالمخاطر النظامية .⁴²

دراسة العنبي وآخرون ، 2009 ، و هدفت هذه الدراسة إلى اختبار إمكانية تحقيق عوائد معنوية غير عادية في سوق عمان للأوراق المالية عند اتباع استراتيجية الزخم الاستثمارية

⁴² الربيعي و الموسوي و حسن - تطبيق استراتيجيات الزخم في سوق العراق للأوراق المالية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية) " مجلة الإدارة والاقتصاد 2017 -" المجلد - العدد 23 - ص 140-141

والعمل على تفسير هذه العوائد وفقاً للأسلوب الذي اتبعه (Jegadeesh & Titman, 1993)، حيث تم إجراء الدراسة على عينة تتكون من 49 سهماً مدرجاً في سوق عمان للأوراق المالية للفترة الممتدة من (1987-2005)، واستخدمت هذه الدراسة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) بغرض تحديد فيما إذا كانت عوائد الزخم ناتجة عن التعرض للمخاطر النظامية أم غير ذلك، و توصلت الدراسة إلى أن اختلاف العوائد لا يفسر بالتعرض للمخاطر النظامية، أي أنه لا توجد علاقة بين عوائد الاستراتيجيات والمخاطر النظامية أي أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية غير قادر على تفسير هذه العوائد، وهذا يدل على أن مصدر الأرباح غير العادية ليست المخاطر النظامية وبالتالي أثبتت الدراسة عدم كفاءة سوق عمان للأوراق المالية على المستوى الضعيف، كما تبين أن استراتيجية 3 أشهر تشكيل و (3,6,9,12) احتفاظ و استراتيجية 9 أشهر تشكيل و (3,6,9,12) احتفاظ هي الأعلى ربحية للمستثمرين، ونتج عن الدراسة أن المحافظ الأعلى ربحية هي المحافظ الأقل مخاطرة (عدم كفاءة السوق) بينما فسرت ظهور عوائد الزخم السعري برد الفعل المتأخر (Under reaction) للمعلومات الواردة للسوق والذي يتسبب باستمرار تحقيق عوائد زخم معنوية لمدة أقصاها سنة واحدة مقارنة بتحقيقه عوائد تستمر ل 3 سنوات في دراسة (Jegadeesh & Titman, 1993) من تاريخ بناء المحفظة ولكن بمعدل متناقص.⁴³

⁴³ محمود حسني العتيبي - محمد سلامة عناوسة - علام محمد حمدان، "تطبيق استراتيجية الزخم الاستثمارية في سوق عمان للأوراق المالية، وأثرها في كفاءة السوق والأرباح غير الاعتيادية"، المجلة العربية للعلوم الإدارية، أيلول 2009، مجلد 16، عدد 3، ص 442-441-440-434 عن موقع (Reasearch Gate)

ثانياً : الدراسات الأجنبية :

- دراسة (Jegadeesh & Titman 1993) "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency" ، وتعد أبرز الدراسات التي تناولت استراتيجية الزخم بوصفها أول دراسة أكاديمية استخدمت مفهوم الزخم (Momentum) ، كما وتعتبر هذه الدراسة منهجاً تجريبياً معتمداً في دراسات الزخم اللاحقة حتى يومنا هذا، وهدفت إلى اختبار ربحية استراتيجية الزخم في الأسواق الأمريكية (NYSE AMEX)، بين عامي 1965 و 1989 ، وذلك عبر أخذ أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم العينة واحتساب المتوسط الهندسي لهذه العوائد من أجل كل فترة تشكيل (3-6-9-12 شهر) ثم ترتيبها ترتيباً تنازلياً وتوزيعها على عشرة أقسام (استراتيجية الأعشار) مع إعطاء أوزان متساوية لجميع الأسهم (استراتيجية المحفظة المتساوية الأوزان) و انتقاء العشرة أسهم الأعلى وتسميتها بالمحفظة الربحية ذات العوائد الأعلى بحسب الترتيب التنازلي و تسمية العشرة أسهم الأخيرة بالمحفظة الخاسرة ذات العوائد الأدنى ثم احتساب عائد كل من المحفظة الربحية والمحفظة الخاسرة من أجل كل فترة احتفاظ (3-6-9-12 شهر) ومن ثم تم احتساب متوسط عوائد كل من المحافظ الربحية والخاسرة عن كامل فترات الاحتفاظ ، ثم احتساب الفرق بين متوسط عوائد المحافظ الربحية ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة من أجل كل استراتيجية تشكيل واحتفاظ (j,k) واختبار معنوية هذه الفروقات⁴⁴، وتبين بناء عليه إمكانية تحقيق عوائد غير عادية معنوية فيما عدا استراتيجية (3-3) تشكيل و احتفاظ عند إلغاء فترة الانتظار ، كما حققت استراتيجية (12 شهر تشكيل ، و3 احتفاظ) أعلى عائد شهري (1.49%) عند ترك فترة انتظار لمدة أسبوع واحد بين فترتي التشكيل والاحتفاظ ، مقابل عائد شهري (1.31%) عند إلغاء فترة الانتظار⁴⁵، وتبين أن المحافظ الربحية تتفوق على المحافظ الخاسرة خلال الأشهر الأولى التي تتبع فترة التشكيل بينما تتفوق المحافظ الخاسرة على المحافظ الربحية في الفترات من 8 أشهر وحتى 12 شهر التي تلي فترة التشكيل ، كما فسرت هذه الدراسة العوائد غير العادية بتأخر رد الفعل تجاه عوامل أساسية تتعلق بخصائص الأسهم نفسها (under-

⁴⁴ Narasimhan Jegadeesh & Sheridan Titman , "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency " , 1993 , Journal Of Finance , Volume 48 , issue 1 , P 68

⁴⁵ نفس المرجع السابق ص 69

(reaction)، واعتبر أن التأخر في رد فعل المستثمر تجاه الأخبار حول الأسهم (إعلان توزيعات أرباح ، تجزئة أسهم) من أهم العوامل المؤثرة على ربحية استراتيجية الزخم السعري ويدعى ذلك بأثر (التأخر في رد الفعل) ⁴⁶.

- دراسة (" 1993 " conrad & Kaul) "Long-term overreaction or biases in computed returns?"، وأكدت ما توصلت إليه الدراسة السابقة بالرغم من اختلاف الأسلوب المتبع في اختبار الاستراتيجية عن الأسلوب الذي اتبعه (Jegadeesh & Titman 1993)، حيث اتبعت طريقة العوائد غير العادية التراكمية في احتساب عوائد المحافظ الربحية والخاسرة (CAR) حيث وفي نهاية كل فترة تشكيل تم احتساب العائد التراكمي لكل سهم من أسهم العينة بناء على العوائد السابقة لأشهر فترة التشكيل ، ثم تم ترتيب هذه الأسهم تنازلياً بناء على قيم العوائد التراكمية (CAR) من أجل كل فترة تشكيل و تسمية ال 35% الأعلى منها بالمحفظة الربحية والتي تفوق عوائدها عوائد محفظة السوق وال 35% الأدنى منها بالمحفظة الخاسرة والتي تكون عوائدها أقل من عوائد محفظة السوق المتساوية الأوزان ، ثم احتساب العوائد التراكمية لكل سهم خلال فترة الاختبار ومن ثم احتساب وسطي متساوي الأوزان للعوائد التراكمية للأسهم المكونة للمحافظ الربحية والخاسرة و بالتالي احتساب العوائد التراكمية للمحافظ الربحية والخاسرة خلال فترات الاحتفاظ اللاحقة لفترات التشكيل والتي تصل ل 3 سنوات وفق اتباع أسلوب الفترات غير المتداخلة ⁴⁷، ثم اختبار الفرق ($CAR_L - CAR_W$) من أجل كل فترة تشكيل واحتفاظ أي أن تحقق المحافظ الخاسرة عوائد أعلى من المحافظ الربحية في فترة الاحتفاظ وبالتالي تكون العوائد عوائد انعكاس ، و اختبار فيما إذا كان $CAR_L < 0$ أي أن تحقق المحافظ الخاسرة عوائد أعلى من عوائد محفظة السوق خلال فترة الاختبار (الاحتفاظ) وفيما إذا كانت $CAR_W > 0$ أي أن تحقق عوائد أدنى من عوائد محفظة السوق خلال فترة الاحتفاظ (الاحتفاظ) ⁴⁸، و حققت 50 % من محافظ الزخم السعري في سوق الأسهم الأمريكي بين عامي (1926-1989) عوائد غير عادية في خمس فترات فرعية باستثناء الفترة بين العامين (1926 - 1947) وذلك في المحافظ التي تتساوى فيها

⁴⁶ نفس المرجع السابق ص 90

⁴⁷ Jennifer Conrad and Gautam Kaul , "Long-Term Market Overreaction or Biases in Computed Returns?" , Journal of Finance , 1993 ,Vol. 48, No. 1 (Mar., 1993) p 42

⁴⁸ نفس المرجع السابق ص 43

فترات التشكيل و فترات الاحتفاظ (أسبوع - 3 أشهر - 6 أشهر - 9 أشهر - 12 شهر - 18 شهر - 24 شهر - 36 شهر) وكلما زادت فترة الاحتفاظ كلما زاد العائد .

- دراسة (Chan, Jegadeesh & Lakonishok ,1996) "Momentum Strategies"

طبقت الدراسة في السوق الأمريكية بالاعتماد على الأسهم المدرجة في بورصات (NYSE , AMEX , NASDAQ) بين عامي (1977-1993) وهدفت إلى إثبات أن التأخر في رد الفعل هو العامل المسبب لحدوث الزخم ، كما تم فيها توضيح الفرق بين عوائد نوعين من الزخم ⁴⁹ زخم الأسعار و زخم الأرباح ، وتم الاعتماد على طريقة العائد المتراكم (ل 6 أشهر سابقة) في حساب عوائد زخم الأسعار لكل من المحافظ الربحية والخاسرة واتباع منهجية (Jegadeesh & Titmman 1993) في توزيع الأسهم على المحافظ الربحية والخاسرة مع إعطاء أوزان متساوية للأسهم المكونة لمحافظ الزخم السعري ، بينما تم الاعتماد على ثلاث مقاييس للإعلان عن الأرباح (SUE , ABR , REV)⁵⁰ وتم تكوين محافظ زخم الأرباح وفق قيم كل مقياس منها بترتيبها تنازليا و اختيار العشرة الأولى منها كمحفظة رابحة والأخيرة كمحفظة خاسرة وذلك خلال ستة أشهر تالية للإعلان عن الأرباح، وخلصت الدراسة إلى أن المحافظ المشكلة باتباع استراتيجية الزخم بالأسعار تحقق عوائد أعلى من عوائد المشكلة باعتماد استراتيجية الزخم بالأرباح حيث ثبت أن استراتيجية الزخم السعري حققت عوائد غير عادية عند تشكيل المحافظ على أساس 6 أشهر تشكيل و 6 أشهر احتفاظ وحققت استراتيجية 6/ ، 6/ أعلى متوسط عائد بلغ (8.8 %) حيث تفوقت فيها المحافظ الربحية على المحافظ الخاسرة ، مقابل تحقيق استراتيجية الزخم بالأرباح أعلى متوسط عائد بلغ (7.7 %) خلال ال 6 أشهر اللاحقة للإعلان عن الأرباح⁵¹ ، كما خلصت إلى أن عامل الإعلان عن تحقق الأرباح يمكن أن يفسر ما نسبته 41% فقط من عوائد الزخم في المدة التي تلت الإعلان وتتأخر استجابة المنحى الذي تتخذه الأسهم لهذا الإعلان خلال المدة التي تلت الإعلان وتمتد حتى

⁴⁹ الزخم بالأسعار : وهو الزخم الناجم عن التأخر في رد الفعل على المعلومات الواردة والمتعلقة بالعوائد التراكمية ل 6 أشهر سابقة لأسهم العينة
الزخم بالأرباح : وهو الزخم الناجم عن التأخر في رد الفعل على المعلومات المتعلقة بالإعلان عن الأرباح.

Louis.k. C. Chan, Narasimhan, Jegadeesh, and Lakonishok, "Momentum Strategies ",The Journal Of Finance, 1996 VOL. LI, NO 5 .P 1686- 1684

⁵¹ نفس المرجع السابق ص 1709

بعد الإعلان عن الأرباح وتستمر حتى بعد إعلانين تاليين ، كما أنها أشارت لوجود عوامل أخرى تفسر عوائد الزخم لم تتطرق لها هذه الدراسة .

- دراسة (Rouwenhorst, 1998) "International Momentum Strategies" ، و هدفت هذه الدراسة إلى التحقق فيما إذا كانت عوائد الزخم في الولايات المتحدة الأمريكية هي بمحض المصادفة وذلك عن طريق إثبات تحقق عوائد زخم معنوية وموجبة في السوق الأوروبية وعليه عمدت الدراسة إلى استهداف 12 سوق أوروبياً⁵² شملت حوالي (2190) سهماً مدرجاً في السوق الأوروبية حيث تغطي العينة ما يقارب 60-90 % من الرسملة السوقية في كل دولة من الدول الاثنتا عشر و ذلك خلال الفترة 1987-1995 ، واعتمدت الدراسة أسلوب كل من (Jegadeesh & Titman 1993) في تشكيل المحافظ المتساوية الأوزان ، واتبعت طريقة المتوسط الهندسي في احتساب متوسط عوائد الحافظ الربحية والخاسرة و ذلك باستخدام أسلوب الفترات المتداخلة عند اختبار ربحية استراتيجية الزخم وتوصلت إلى إثبات وجود عوائد زخم معنوية موجبة تفوقت فيها المحافظ المتنوعة دولياً والمشكلة على أساس (6 أشهر تشكيل ، و6 أشهر احتفاظ) على المحافظ المشكلة على أساس فترات تشكيل واحتفاظ (3 ، 6 ، 12) وانعكست هذه العوائد إلى عوائد سالبة عند زيادة فترات الاحتفاظ إلى أكثر من 12 شهر ، وأن المحافظ الربحية تتفوق على الخاسرة بمقدار عائد 1% شهرياً وهذا ما يتعارض مع فرضية السوق الكفاء ، ونتج عن الدراسة أيضاً أن محافظ الشركات الصغيرة تحقق عوائد أعلى من الشركات الكبيرة ، كما لاحظت الدراسة ان الزخم في أوروبا يرتبط بالزخم في أمريكا خلال نفس المدة وهذا يدل على وجود عوامل دولية مشتركة تقود الزخم حول العالم⁵³ ، وقد لحقت بدراسته هذه دراسة أخرى (Rouwenhorst 1999) اختبرت ربحية استراتيجية الزخم السعري ولكن بالتطبيق على الأسواق الناشئة حيث شملت عينة الدراسة على 20 سوقاً مالياً ناشئاً ضم أمريكا اللاتينية و آسيا وأفريقيا وأوروبا والشرق الأوسط، على عينة مكونة من (1705) سهماً، للفترة الممتدة من (1982-1997)، توافقت النتائج فيها مع نتائج الدراسات على الأسواق الأمريكية حيث حقق اتباع استراتيجية الزخم السعري في هذه الأسواق

⁵² استراليا - بلجيكا- دنمارك - فرنسا- ألمانيا- إيطاليا- هولندا- النرويج - اسبانيا - السويد- سويسرا - المملكة المتحدة .

⁵³ Rouwenhorst, K. Geert, International Momentum Strategies (February 1997). Yale ICF Working Paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4407> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4407> p 16

متوسط عائد شهري 0.39% باستثناء سوق تايوان والأرجنتين وإندونيسيا⁵⁴ وأن عوائد الزخم لمحافظ الأسهم الصغيرة تتفوق على عوائد الأسهم الكبيرة كما أظهرت الدراسة أن الارتباط بين عوائد الزخم في البلدان الناشئة يعد ضعيفاً أي أنه يمكن أن يلعب التنويع دوراً إيجابياً في رفع عوائد الاستثمار باستراتيجية الزخم السعري .

دراسة (Liu & Lee ,2001) "Does the Momentum Strategy works universally ?" تعد دراسة (Liu & Lee 2001) أهم الدراسات المطبقة في السوق اليابانية والتي تعتبر أكثر الأسواق غموضاً من حيث الزخم بحسب ما أظهرته عدة دراسات أهمها دراسة (pavlova&parhizgari,2008) ، وقد اتبعت دراسة Liu & Lee نفس المنهجية التي اتبعتها (Jegadeesh & Titman 1993) في تشكيل المحافظ وعمدت الدراسة إلى اختبار ربحية استراتيجية الزخم على جميع الأسهم المدرجة في سوق طوكيو للأوراق المالية (TSE) للفترة (1997-1975) وتوصلت الدراسة إلى نتائج تناقض ما توصلت إليه دراسات الأسواق الأمريكية والأوروبية الأسواق الناشئة حيث أن استراتيجية الزخم في اليابان لا تحقق عوائد بينما تعتبر استراتيجية خاسرة عند بناء محافظ الزخم المعتمدة على الترتيب من (3-12) شهراً وتحقق خسائر (0.5%) وسطياً كل شهر ، وعزت ذلك إلى اختلاف القوى المحركة لسوق اليابان

- دراسة (Jegadeesh & Titman 2001) عنوان الدراسة " Profitability of momentum strategies : an evaluation of alternative explanations

حاول الباحثان في هذه الدراسة تفسير الزخم بالاعتماد على النظريات السلوكية التي حيث تفوقت المحافظ الربحية على المحافظ الخاسرة بنسبة (1.01%) شهرياً مقابل 1.11 % شهرياً في دراستهما الأولى⁵⁵، وأن الزخم غير ناتج عن تحيز البيانات القصدية (Data snooping) وإنما هو موجود فعلاً في السوق كما أكدت أيضاً الموسمية الحاصلة في الزخم خلال شهر

⁵⁴ Rouwenhorst, K. Geert, International Momentum Strategies. Journal of Finance, Vol. 53, No. 1, p277, February 1998. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=562404>

⁵⁵ Narasimhan Jegadeesh & Sheridan Titman, 2001 , "PROFITABILITY OF MOMENTUM STRATEGIES: AN EVALUATION OF ALTERNATIVE EXPLANATIONS", NBER WORKING PAPER SERIES, number 7159 NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH و 1050 Massachusetts Avenue Cambridge , p 6 , <http://www.nber.org/papers/w7159>

كانون الثاني من كل عام هي موجودة فعلياً⁵⁶ حيث تتفوق المحافظ الخاسرة على المحافظ الرابحة في هذا الشهر على عكس باقي أشهر السنة حيث أظهرت الدراسة أن المحافظ الخاسرة تتفوق على المحافظ الرابحة خلال شهر كانون الثاني بنسبة 1.21 % بالمقارنة مع نسبة 2.92 % في دراستهما الأولى و هو زخم حقيقي وغير ناتج عن الوقوع في خطأ النظر عن القرب للبيانات عند دراسة شهر كانون الثاني بشكل مستقل عن باقي فترات العينة - out (of- sample performance ، والذي يسمى ب (تحيز البيانات القصدية Data Snooping Bias) وأظهرت الدراسة تفوق المحافظ الخاسرة على المحافظ الرابحة في جميع أشهر كانون الثاني من أجل الفترة الممتدة (1965-1989) مقابل ثمان سنوات من أجل الفترة من (1990-1997)⁵⁷، توصلت الدراسة بعد تحليل البيانات على المدى المتوسط والطويل بأن اتباع استراتيجية الزخم يحقق عوائد معنوية على المدى المتوسط بينما يسيطر نمط آخر للعوائد على المدى الطويل من 13-60 شهراً حيث تنعكس العوائد ابتداءً من الشهر 13 ، حيث حقق اتباع استراتيجية الزخم عوائد تراكمية تصل ل 11% شهرياً عند نهاية الشهر 12 و تبدأ بعدها هذه العوائد بالتدهور لتصبح -79% في نهاية السنة الخامسة ، أي أن العوائد في السنة الأولى هي عوائد زخم بينما تصبح عوائد انعكاس ابتداءً من الشهر 13 وحتى الشهر 60 ، وهذا مخالف لما جاء به (Conard & Kaul, 1998) والتي افترضت أن أسعار الأسهم تبقى في نفس الاتجاه الذي اتخذته على المدى المتوسط والطويل ، وكذلك استنتجت هذه الدراسة أن التفسير السلوكي هو التفسير الأنسب للزخم مقارنة بالتفسيرات الأخرى المطروحة في الدراسات الأخرى .

- دراسة (Griffin, et al, 2005) وعنوان الدراسة " : Global momentum strategies A portfolio perspective " تعد هذه الدراسة واحدة من أهم دراسات الزخم إذ تهدف إلى تطبيق مفهوم الزخم على نطاق عالمي من خلال دراسة المحافظ الرابحة والخاسرة ، وإيجاد العلاقة بين زخم أسعار الأسهم وزخم الأرباح ومدى ارتباط استراتيجيات الزخم بين غالبية أسواق المال العالمية وتحليل استجابة أرباح الزخم للأحداث الاقتصادية المفاجئة والموسمية ،

⁵⁶ حاول الباحثان تأكيد أن الموسمية الحاصلة في شهر كانون الثاني غير ناجمة عن الوقوع في خطأ الاختيار الاستثنائي لشهر كانون الثاني من بين جميع أشهر السنة حيث يمكن أن تبدي كل الأشهر زخماً في اتجاه السالب في حال تمت دراستها كشهر مستثنى من العينة .

⁵⁷ نفس المرجع السابق ص 7

ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم اعتماد عينة مؤلفة من 40 دولة من ضمنها الولايات المتحدة الأمريكية وللفترة من (1975-1995) وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها : أن استراتيجية الزخم تدر أرباحاً على المدى الطويل أعلى من الزخم على المدى القصير كما أنها توصلت إلى عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين الزخم بالأسعار والزخم بالأرباح وأن كلاهما يحققان عوائد موجبة ومعنوية على الصعيد الدولي وأن دمج الاستراتيجيتين معاً عند اتخاذ القرار الاستثماري يحقق عائد أعلى من استخدامهما كل على حدا وبينت أن ارتباط عوائد زخم الأسهم فيما بين الدول منخفض في جميع حالات السوق الصاعد أو الهابط وفي جميع الأسواق ، كما أن العوائد المحققة نتيجة اتباع استراتيجية الزخم ما بين البلدان ترتبط بشكل ضعيف مع الزخم في الولايات المتحدة الأمريكية ومن هنا تأتي أهمية التنويع الدولي للمحافظ . كما بينت الدراسة عدم وجود فارق جوهري بين ربحية استراتيجية الزخم في السوق الصاعد أو الهابط وهذا يعني عدم وجود أثر معنوية للتوقيت الزمني في ربحية استراتيجية الزخم السعري وأن استراتيجية الزخم لا تعتبر استثماراً خالي من المخاطرة لأن هناك فترات شهدت عوائد زخم سالبة معنوية.

- دراسة (pavlova&parhizgari,2008) " international momentum strategies " a genetic Algorithm Approach "

هدفت الدراسة إلى اختبار ربحية استراتيجية الزخم السعري في 9 أسواق دولية وبيان المنحى الذي تتخذه العوائد وتأثرها بثلاث عوامل (عامل التوقيت - حالة السوق - تقلبات أسعار الصرف) باعتماد الخوارزميات الجينية (Gentic Algorithm) في الاستدلال على الاتجاه الذي تتخذه العوائد (عوائد تستمر في نفس الاتجاه تدعى بعوائد الزخم أم عوائد تتخذ اتجاهها معاكساً بعد فترة زمنية تدعى بعوائد الانعكاس) حيث غطت الدراسة الفترة الممتدة من كانون الثاني (1986 وحتى كانون الثاني 2006) واتبعت الدراسة نفس المنهجية التي اتبعتها كل من (Jegadeesh & Titman 1993) في تشكيل المحافظ الربحية والخاسرة وتوصلت الدراسة إلى أن استراتيجية الزخم السعري تحقق أرباحاً غير عادية على المدى من شهر وحتى ثلاثة أشهر في كل من (نيوزلندا - السويد - سويسرا - المملكة المتحدة) بينما تسمح هذه الاستراتيجية بتحقيق عوائد معنوية من أجل المدة (6-9 أشهر) فيما عدا اليابان حيث حقق

اتباع استراتيجية الزخم عوائد سالبة بنسبة 0.3% شهرياً⁵⁸ وأن هذا سوق لا يحقق أرباح زخم إلا في حالة السوق الصاعد فقط⁵⁹، وأن أعلى عائد زخم بلغ 28.73% في المملكة المتحدة وتلته سويسرا حيث بلغ أعلى عائد 28.36%⁶⁰، ونتج عن الدراسة عدم وجود أثر معنوي لتقلبات أسعار الصرف على أرباح استراتيجية الزخم السعري ، بينما يوجد أثر معنوي لحالة السوق الصاعد أو الهابط ولكن يختلف هذا الأثر من بلد لآخر .

—دراسة (Daniel & Moskowitz , 2014) عنوان الدراسة "Momentum Crashes" سعت هذه الدراسة إلى بيان مدى تأثر عوائد استراتيجية الزخم بالأزمات المالية والكساد عن طريق دراسة عينة مكونة من جميع الأسهم المدرجة في بورصات (NYSE , AMEX , NASDAQ) للمدة 1927-2013 و قد قسمت الدراسة إلى جزئين الأولى هي الفترة المستقرة نسبياً والتي تلت الحرب العالمية الثانية وحتى عام 2009 والجزء الثاني يقسم أيضاً إلى فترتين الأولى (1932-1939) حيث شهدتا تدهوراً كبيراً في السوق، كما تم اتباع الأسلوب الذي اتبعه كل من (Jegadeesh & Titman 1993) في تكوين المحافظ المدروسة وذلك بالاعتماد على العوائد التراكمية لأسهم العينة مع ترك فترة انتظار شهر واحد كما قامت الباحثة بقياس أداء المحافظ المشكلة والمدروسة ومقارنتها مع أداء محفظة السوق بالاعتماد على نموذج (Sharp) وتوصلت الدراسة إلى أن اتباع استراتيجية الزخم يحقق عوائد معنوية موجبة خلال الفترة التي تتصف بالازدهار (pull-market) حيث تفوقت المحافظ الربحية على المحافظ الخاسرة حيث بلغ متوسط عوائد الزخم للمحافظ الربحية 15.3% بالمقارنة مع متوسط -2.5% للمحافظ الخاسرة ، بالمقارنة مع متوسط عائد 7.6% من أجل محفظة السوق ، كما بلغت قيمة مؤشر (Sharp)⁶¹ لمحافظ الزخم المشكلة قيمة 0.7% بالمقارنة مع قيمة 0.4% لمحفظة السوق ، أما بالنسبة للفترات التي شهدت أزمات اقتصادية

⁵⁸ Ivelina Pavlova, A. M. Parhizgari , "INTERNATIONAL MOMENTUM STRATEGIES: A GENETIC ALGORITHM APPROACH" , p : 19

⁵⁹ نفس المرجع السابق صفحة 25

⁶⁰ نفس المرجع السابق صفحة 29

⁶¹ قدم وليام شارب عام 1966 مقياساً مركباً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس قياس العائد والخطر ، ويطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد ، ويقاس مقدار الفائض في العائد لكل وحدة من المخاطر المتعلقة بالمحفظة خلال فترة زمنية معينة ، ويتم حسابه وفقاً للمعادلة التالية :

$$\text{Sharp ratio} = \frac{R_p - R_F}{\sigma_p}$$

فأظهرت الدراسة أن المحافظ الخاسرة تتفوق على المحافظ الرباحة بمقدار الضعف من أجل الفترة من 1932 وحتى 1939 وبنسبة 50% للفترة 2009-2013⁶² .

- دراسة (Suam Toro & Citra Dewi 2014) :

" The Investigation of the profitability of momentum strategy implementation in Islamic stocks in Indonesia "

هدفت الدراسة الى اختبار ربحية استراتيجية الزخم السعري في الأسهم الإسلامية على المدى القصير ، وطبقت في السوق المالي في اندونيسيا خلال الفترة 2006-2008، فيما شملت العينة الأسهم الأعلى سيولة والداخلية في تركيبة المؤشر (Jakarta Islamic Index) وعددها 30 سهم، قامت الدراسة على احتساب متوسط العوائد المستقبلية التراكمية وترتيبها تنازلياً وتسمية أعلى ثلاثاً منها بالأسهم الرباحة وأدنى ثلاثاً بالأسهم الخاسرة .

باعتداد فترات تشكيل واحتفاظ (3 أيام ، أسبوع ، شهر ، 3 أشهر ، 6 أشهر) نتج عن الدراسة أن اتباع استراتيجية الزخم السعري في الأسهم الإسلامية في اندونيسيا يحقق عوائد معنوية موجبة عند شراء الأسهم الرباحة من أجل فترات تشكيل واحتفاظ (شهر واحد - 6 أشهر) ويحقق اتباع استراتيجية الزخم السعري في الأسهم الإسلامية في اندونيسيا عوائد معنوية موجبة عند شراء الأسهم الرباحة وبيع الأسهم الخاسرة عند اعتماد فترات تشكيل واحتفاظ (شهر واحد 3 أشهر- 6 أشهر) وهذا يتوافق مع ما توصل إليه (conrad & Kaul,1998)⁶³ .

- دراسة (Narayan & Phan 2016) واختبرت ربحية استراتيجية الزخم السعري في

السوق الأمريكية بالاعتماد على العوائد الشهرية للأسهم الإسلامية المدرجة تحت مؤشر (dowjones-nasdaq) للأسهم الإسلامية⁶⁴ ، غطت الدراسة الفترة الممتدة بين كانون

⁶²Kent Daniel & Tobias J. Moskowitz NBER WORKING PAPER SERIES P7, Working Paper 20439 , NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, 2014 , - P 7-12 , <http://www.nber.org/papers/w20439> .

⁶³ Muh Juan Suam Toro & Tiffany Andreas Citra Dewi, " THE INVESTIGATION OF THE PROFITABILITY OF MOMENTUM STRATEGY IMPLEMENTATION IN ISLAMIC STOCKS IN INDONESIA" ,

South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law, 2014, Vol. 5, Issue 1 (Dec.) ISSN 2289-1560 p :3,

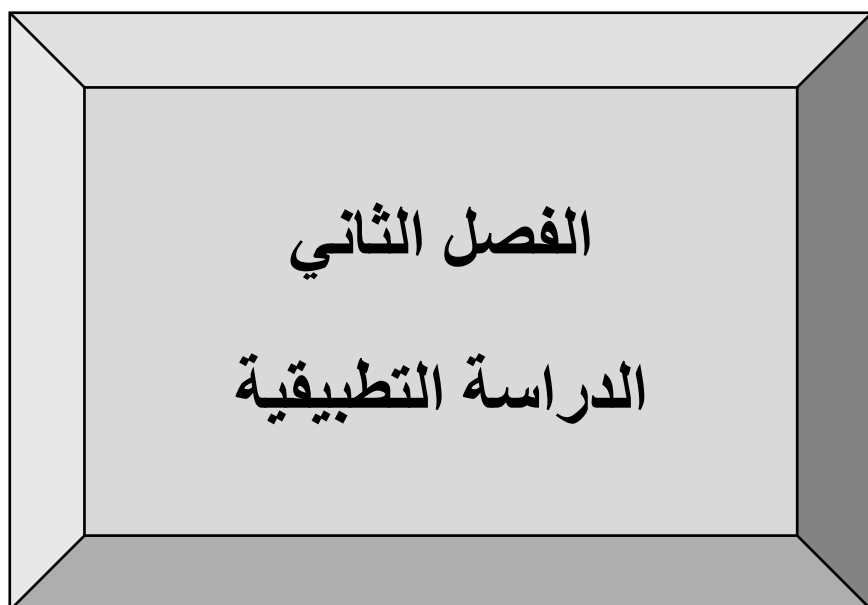
⁶⁴ DOW JONES : for Islamic united states index

NASDAQ : for non-Islamic stock by excluding Islamic stocks

الأول 1974 و كانون الثاني 2014 وذلك باتباع منهجية (Jegadeesh & Titman 1993) ، و اعتمدت فترات تشكيل (3 ، 6 ، 9 ، 12 شهر) مع التركيز على استعراض نتائج استراتيجية (6 أشهر تشكيل ، 6 احتفاظ) بسبب تماثل النتائج بين جميع استراتيجيات التشكيل المتبعة مع ترك فترة انتظار لمدة شهر واحد ، وتم التوصل إلى أن اتباع استراتيجية الزخم سعري في الأسهم الاسلامية يحقق عوائد غير عادية معنوية موجبة ، كما أكدت على وجود أثر معنوي إيجابي لوضع السوق على عوائد الزخم للأسهم الاسلامية في أمريكا وأن هذه العوائد تزداد عندما يكون السوق في وضعه الصاعد ، و فسر الزخم بتأثره بخصائص الأسهم من حجم وقيمة سوقية إلى قيمة دفترية و حجم التداول والتقلبات السعري الكلية للسهم والتقلبات التمييزية .

جدول رقم (2) ملخص الدراسات التطبيقية :

الدراسة	السوق	تصنيف العائد	تصنيف الأسهم الداخلة في تكوين المحفظة	أوزان الأسهم المكونة للمحافظ	طريقة احتساب العائد	أسلوب الفترات	التفسير
Jegadeesh & Titman ,1993	NYSE / AMEX	عائد زخم	استراتيجية الأعشار	متساوية الأوزان	طريقة الوسط الهندسي	فترات متداخلة	التأخر في رد الفعل - خصائص الأسهم
conrad & Kaul " 1993	NYSE / AMEX	عائد زخم	استراتيجية القوة النسبية الموزونة	متساوية الأوزان	العوائد غير العادية التراكمية	فترات متداخلة	حجم السهم والتوقيت
Chan, Jegadeesh & Lakonishok ,1996	NYSE / AMEX/NASDAQ	عائد زخم	استراتيجية الأعشار	متساوية الأوزان	العوائد غير العادية التراكمية	فترات متداخلة	الإعلان عن الأرباح
Rouwenhorst ,1998	12 سوق أوروبي	عائد زخم	استراتيجية الأعشار	متساوية الأوزان	طريقة الوسط الهندسي	فترات متداخلة	ارتباط الزخم في أوروبا بالزخم في أمريكا
Rouwenhorst 1999	20 سوق ناشئ	عائد زخم	استراتيجية الأعشار	متساوية الأوزان	طريقة الوسط الهندسي	فترات متداخلة	التنوع - الحجم
Liu & Lee ,2001	اليابان	عائد انعكاس	استراتيجية الأعشار	متساوية الأوزان	طريقة الوسط الهندسي	فترات متداخلة	اختلاف القوى المحركة لسوق اليابان
Jegadeesh & Titman 2001	NYSE / AMEX	زخم /المتوسط ، انعكاس / الطويل	استراتيجية الأعشار	متساوية الأوزان	طريقة الوسط الهندسي	فترات متداخلة	أثر شهر كانون الثاني - تحيزات سلوكية
Griffin, et al, 2005	40 دولة عالمية	زخم / المدى الطويل والقصير	استراتيجية الأعشار	متساوية الأوزان	طريقة الوسط الهندسي	فترات متداخلة	التنوع
pavlova&parhizgari,2008	NYSE / AMEX	عائد زخم	استراتيجية الأعشار	متساوية الأوزان	العوائد غير العادية التراكمية	فترات متداخلة	حالة السوق صاعد أو هابط
Daniel & Moskowitz , 2014	NYSE / AMEX/NASDAQ	زخم وانعكاس	استراتيجية القوة النسبية الموزونة	متساوية الأوزان	العوائد غير العادية التراكمية	فترات متداخلة	زخم في حال الازدهار انعكاس في حال الركود
Suam Toro & Citra Dewi 2014	اندونيسيا - أسهم اسلامية	عائد زخم	استراتيجية الأعشار	متساوية الأوزان	طريقة الوسط الهندسي	فترات متداخلة	
Narayan & Phan(2016	dowjones-nasdaq اسلامية	عائد زخم	استراتيجية الأعشار	متساوية الأوزان	طريقة الوسط الهندسي	فترات متداخلة	حالة السوق صاعد أو هابط - خصائص السهم
(الربيعي، 2016)	العراق	انعكاس	استراتيجية الأعشار	متساوية الأوزان	العوائد غير العادية التراكمية	فترات متداخلة	



تمهيد :

في هذا الفصل تم اختبار ربحية استراتيجية الزخم السعري الاستثمارية في السوق الماليزية على عينتين مستقلتين من الشركات المدرجة ضمن مؤشر سوق ماليزيا FBMKLC، تتكون العينة الأولى من الشركات الإسلامية بينما شملت العينة الثانية الشركات غير الإسلامية. تضمن هذا الفصل مبحثين، تم في المبحث الأول استعراض لمحة عن سوق رأس المال في ماليزيا وتطور أداء مؤشر بورصة ماليزيا (FBMKLC) ، بينما تم في المبحث الثاني شرح المنهجية التي اتبعتها الباحثة في تشكيل المحافظ و اختبار الفرضيات و استعراض نتائج الدراسة الوصفية لكل من المحافظ الربحية والخاسرة خلال فترة التشكيل ، ثم اختبار فرضيات الدراسة و مناقشة النتائج .

المبحث الأول

سوق رأس المال في ماليزيا وتطور أداء مؤشر بورصة ماليزيا

- يتكون سوق رأس المال في ماليزيا من السوق التقليدي والسوق الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل ، وتتنوع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق لتشمل سندات الحكومة الماليزية والشركات الخاصة، أسهم الشركات المساهمة ، شهادات صناديق الاستثمار ، عقود المشتقات المالية .

أولاً : سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا :

- يعتبر سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أحد المكونات الرئيسية لسوق رأس المال في ماليزيا ، ويلعب دوراً هاماً في تحقيق النمو الاقتصادي في ماليزيا، حيث توجد بين أطراف هذا القطاع علاقة تفاعلية ساهمت في إيجاد بيئة مناسبة سمحت بنمو وتطور هذا القطاع بشكل متسارع وبمعدلات نمو مرتفعه ، كما تم اعتماد هيئة الأوراق المالية الماليزية كجهة رقابية أساسية ورسمية في هذا السوق ويقسم سوق رأس المال الاسلامي إلى ثلاثة مكونات هي : الملكية الإسلامية - الصكوك الإسلامية - الوسطاء والخدمات .

أهمية سوق رأس المال الماليزي الإسلامي :

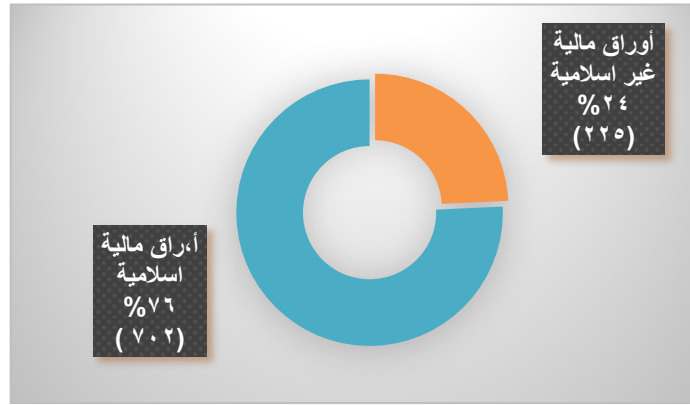
يقوم هذا السوق بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الموجودين في ماليزيا على الأدوات المالية الإسلامية ويقدم العديد من الخدمات أهمها :

- توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية .
- توفير الأدوات المالية الاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية .
- الإشراف والرقابة الشرعية على كافة المعاملات الشرعية وتقوم به اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية .
- تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي من خلال جذب المستثمرين المسلمين بشكل كبير للاستثمار في سوق ضخم وكبير يضم عدد كبير من الأسهم والأدوات الاستثمارية الإسلامية ويتيح خيارات استثمارية كثيرة .

1- حجم سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا:

- نستعرض بعض الإحصاءات الهامة والتي تمت في سوق رأس المال الإسلامي وغير الإسلامي في ماليزيا :

شكل رقم (5) نسبة الأوراق المالية الاسلامية إلى إجمالي الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا للأوراق المالية :

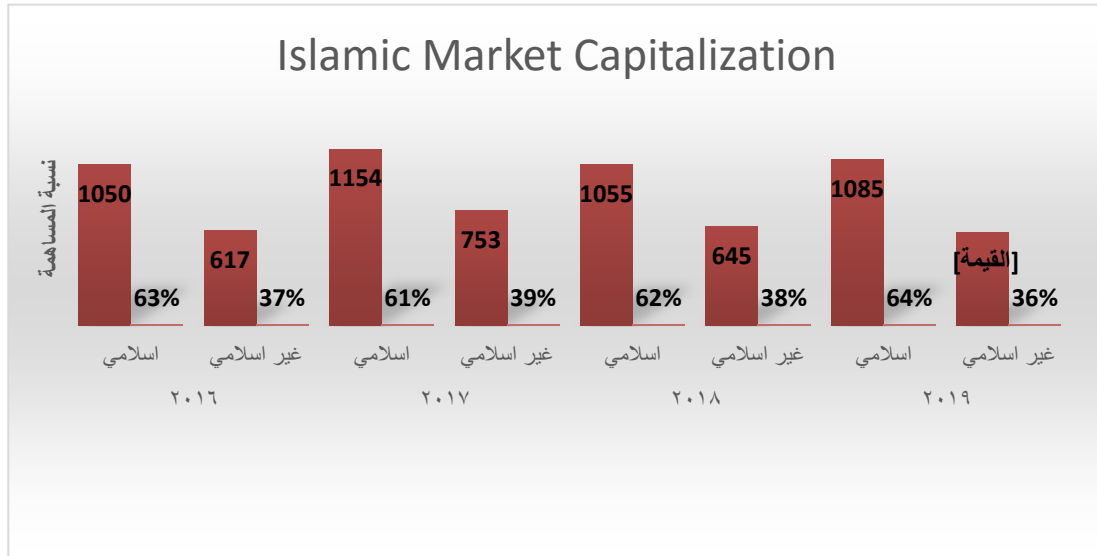


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقرير صادر عن الموقع الرسمي لبورصة ماليزيا لعام 2019

-نلاحظ من الشكل رقم (5) أن عدد الأوراق المالية الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا يفوق عدد الشركات غير الإسلامية حيث بلغت نسبة الأوراق المالية الإسلامية إلى إجمالي الأوراق المالية المدرجة 76% مقابل 24 % للأوراق غير الإسلامية .

- تطور نسبة رأس المال الإسلامي إلى إجمالي رأس المال في سوق رأس المال المالي :

شكل رقم (6) نسبة مساهمة رأس المال الإسلامي إلى إجمالي رأس المال في ماليزيا :

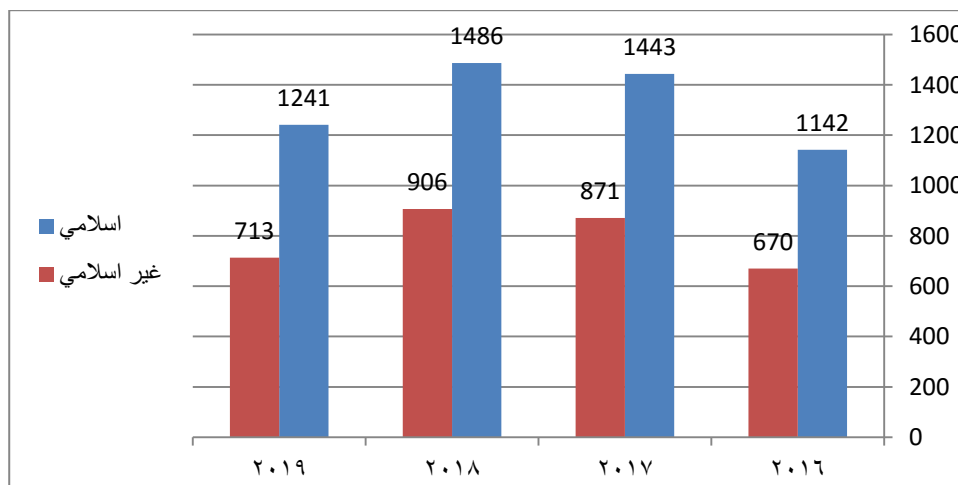


المصدر من إعداد الباحثة على تقرير صادر عن الموقع الرسمي لبورصة ماليزيا لعام 2019

- يتضح من الشكل رقم (6) أن نسبة مساهمة رأس المال الإسلامي إلى إجمالي رأس المال في ماليزيا يفوق رأس المال غير الإسلامي كما يتضح أنها في نمو متزايد حيث بلغت 64% في نهاية عام 2019.

- حجم تداول الأسهم الإسلامية وغير الإسلامية في بورصة ماليزيا للأوراق المالية :

شكل رقم (7) حجم تداول الأسهم الإسلامية وغير الإسلامية في بورصة ماليزيا :

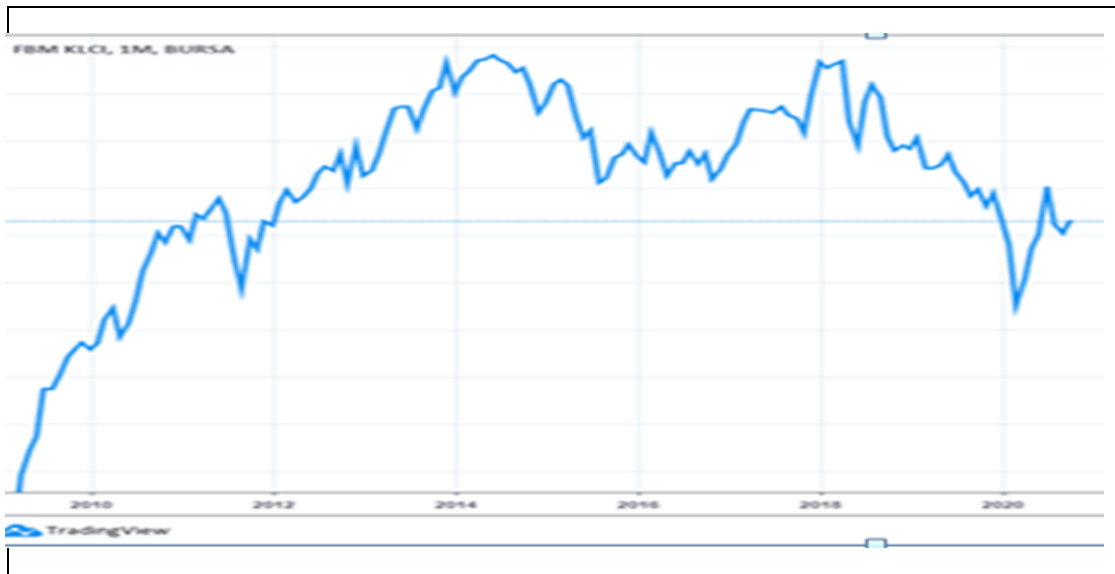


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقرير صادر عن الموقع الرسمي لبورصة ماليزيا لعام 2019

- نلاحظ من الشكل رقم (7) أن حجم تداول الأسهم الإسلامية يفوق حجم تداول الأسهم غير الإسلامية في بورصة ماليزيا عبر السنوات وهذا يشير إلى أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يتمتع بجذب كبير للمستثمرين الراغبين بالاستثمار بأسهم إسلامية .

ثانياً: تطور أداء مؤشر بورصة ماليزيا (FBMKLC) ومنحى الانتشار الذي تتخذه عوائد الشركات المدرسة :

شكل رقم (8) تطور أداء مؤشر بورصة ماليزيا :



المصدر (<https://www.malaysiastock.biz>)

نلاحظ من الشكل رقم (8) والذي يوضح تطور أداء مؤشر بورصة ماليزيا (KLSE) وجود استمرارية للمنحى أو الاتجاه الذي تتخذه عوائد المؤشر على المدى المتوسط من شهر وحتى سنة (حيث تجاوزت العوائد خلال الفترة 2012-2020 المتوسط الحسابي)، وانعكاس على المدى الطويل حيث نلاحظ المنحى التصاعدي من بداية فترة الدراسة وحتى عام 2014 لينعكس المنحى بعد ذلك و حتى نهاية عام 2020 وهذا يؤيد ما توصلت إليه الدراسات السابقة التي أثبتت وجود عوائد الزخم على المدى المتوسط وعوائد الانعكاس على المدى الطويل ، وهذا يبين إمكانية تحقق عوائد موجبة ومعنوية عند اتباع استراتيجية الزخم الاستثمارية على الأسهم المدرجة ضمن المؤشر على المدى المتوسط وهو ما تمت مناقشته في المبحث الثاني من هذا الفصل.

المبحث الثاني

الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية و مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية

الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية :

- من أجل اختبار صحة الفرضيات والتي تناولت دراسة ربحية استراتيجية الزخم السعري في سوق الأسهم الماليزية لكل من الشركات الإسلامية وغير الإسلامية ، تم اتباع نفس المنهجية المتبعة في (jegadeesh&titman,1993)، (Suam Toro & Citra Dewi 2014) .

- استخدمت الدراسة فترات تشكيل واحتفاظ (6,6) و هو الأسلوب المستخدم في الدراسات المرجعية و الأكثر شيوعاً في الأدبيات التي تناولت ربحية استراتيجية الزخم على المدى المتوسط ، كما أنها اعتمدت أسلوب الفترات المتداخلة ، وذلك تلافياً لمشكلة صغر حجم العينة ، حيث يؤدي اتباع هذا الأسلوب إلى الحصول على نتائج أكثر معنوية ومثانة في حال كون العينة صغيرة الحجم .

-تم في هذه الدراسة أخذ عوائد أعلى 40% من أسهم العينة للمحفظة الراجعة وأدنى 40% للمحفظة الخاسرة عند توزيع أسهم العينة على المحافظ نظراً لصغر حجم العينة وذلك باستخدام أسلوب المحفظة المتساوية الأوزان حيث تتساوى أوزان الأسهم المكونة للمحافظ الراجعة والخاسرة ، إن احتساب تكاليف الصفقات وأخذها في الحسبان عند احتساب عوائد الزخم يمنح الدراسة دلالة اقتصادية أكبر ولكن تم إهمالها لصعوبة احتسابها، كما تم إهمال التوزيعات الشهرية للأسهم عند احتساب عائد فترة الحياة لأسهم العينة لصعوبة توفير البيانات اللازمة ، كما تم الاعتماد في حساب متغيرات هذه الدراسة وتحليل النتائج على برنامج التحليل الإحصائي (SPSS) ، فيما يلي تلخيص لخطوات تشكيل المحافظ و احتساب العوائد و اختبار الفرضيات. .

- أولاً : تشكيل المحافظ الربحية والخاسرة :

1. احتساب العوائد الشهرية لأسهم العينة في نهاية كل شهر t بالاعتماد على أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم العينة المدروسة وذلك باستخدام العائد على فترة الحيازة (Holding Period Return) والذي يعطى بالعلاقة :

$$HPR_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad .i$$

.ii

2. احتساب المتوسط الهندسي لعوائد الأسهم خلال فترة التشكيل j ، وذلك بتباعد أسلوب الفترات المتداخلة في احتساب كل من المتوسط الهندسي للعوائد الشهرية ومتوسط عوائد المحافظ الربحية والخاسرة للحصول على نتائج أكثر متانة ، كما يلي:

$$R_{i,t}^j = \left[\prod_{t=1}^j ([1 + HPR_i]^{1/j} - 1) \right]$$

j : فترة التشكيل ، t : شهر التصنيف ، $R_{i,t}^{ij}$: المتوسط الهندسي لعوائد السهم (i) خلال فترة التشكيل (t)

3. ترتب الأسهم حسب المتوسط الهندسي لعوائدها في الفترة j ترتيباً تنازلياً .

4. توزع الأسهم على ثلاث محافظ متساوية الأوزان ، تسمى المحفظة الأولى P_W المحفظة الربحية وتضم أعلى 40% من الأسهم التي حققت أعلى عائد خلال فترة التشكيل j ، وتسمى المحفظة الثانية P_L المحفظة الخاسرة وتضم أدنى 40% من الأسهم التي حققت أدنى عائد خلال نفس الفترة كما أنه وفقاً لاستراتيجية الفترات المتداخلة تتكون المحفظة الربحية في أي شهر من الأسهم التي حققت أعلى عوائد خلال أشهر التشكيل الستة السابقة لأشهر الاحتفاظ والأمر نفسه بالنسبة لمحفظة الأسهم الخاسرة .

- ثانياً : حساب عوائد فترة الاحتفاظ :

1- تتخذ استراتيجية الزخم السعري مركزاً طويلاً الأجل من أسهم المحفظة الربحية و مركزاً قصيراً الأجل من أسهم المحفظة الخاسرة أي شراء المحفظة الربحية وبيع المحفظة الخاسرة والاحتفاظ بالمحافظ لفترة ستة أشهر لاحقة (فترة الاحتفاظ).

2- في نهاية كل شهر احتفاظ يحسب العائد الشهري للمحفظة الربحية P_W والمحفظة الخاسرة P_L وهو وسطي متساوي الأوزان لعوائد الأسهم المحتسبة على أساس العائد على فترة الحياة التي تتكون منها المحفظة وفق المعادلة التالية كما ورد في دراسة *jegadeesh & titman1993* :

$$R_{w,t}^{Nt} = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{Nt} HPR_{i,t}$$

حيث :

$R_{w,t}^{Nt}$: عائد المحفظة الربحية خلال كل شهر من أشهر الاحتفاظ

NT : عدد أسهم المحفظة الربحية في فترة الاحتفاظ

$HPR_{i,t}$: عائد الشراء والاحتفاظ لكل سهم i خلال كل شهر t .

3- في نهاية فترة الاحتفاظ k يحسب عائد المحفظة الربحية والخاسرة عن كامل فترة الاحتفاظ وذلك وفق المعادلة :

$$R_{w,t}^k = \sum_{k=1}^n R_{w,t}^{NT}$$

$R_{w,t}^k$: عائد المحفظة الربحية خلال كامل فترة الاحتفاظ ، K : فترة الاحتفاظ

$R_{w,t}^{NT}$: عائد المحفظة الربحية خلال كل شهر احتفاظ t .

- و تعاد نفس الخطوات السابقة من أجل حساب عائد المحفظة الخاسرة .

- تكرر الخطوات السابقة في نهاية كل شهر وتحسب عوائد المحافظ الربحية والخاسرة لسلسلة فترات الاحتفاظ الممتدة من كانون الثاني 2009 وحتى كانون الأول 2019 من أجل

استراتيجية (6 تشكيل و 6 احتفاظ) وذلك بالتطبيق على أسهم الشركات الاسلامية وغير الاسلامية المدروسة .

- ثالثاً : حساب الفرق بين متوسط عوائد المحافظ الربحية والخاسرة لاستراتيجية (6 تشكيل ، 6 احتفاظ) :

- يحسب متوسط عوائد المحافظ الربحية $\overline{R_{w,t}}$ ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة $\overline{R_{L,t}}$ لسلسلة فترات الاحتفاظ الممتدة من كانون الثاني 2009 وحتى كانون الأول 2019 لاستراتيجية (6تشكيل ، 6 احتفاظ)

- تختبر معنوية الفروقات بين متوسط عوائد المحافظ الربحية ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة لسلسلة فترات التشكيل والاحتفاظ (6،6) شهراً بتطبيق اختبار (t-test independent sample) الذي يختبر وجود فارق معنوي بين متوسطي عينتين مستقلتين ، ثم نتحقق ما إذا كان هذا الفرق المعنوي موجبا لصالح المحافظ الربحية أي أن العوائد ناجمة عن الزخم السعري أو الفرق معنوي سالب أي أن العوائد ناجمة عن الانعكاس .

$$\overline{R_{w,t}} - \overline{R_{L,t}} > 0 \text{ عوائد زخم}$$

$$\overline{R_{w,t}} - \overline{R_{L,t}} < 0 \text{ عوائد انعكاس}$$

الدراسة الوصفية للمحافظ الرابحة والخاسرة خلال استراتيجية (6تشكيل 6، احتفاظ) لعينة الأسهم الإسلامية:

جدول رقم (3) الدراسة الوصفية لعوائد المحافظ الرابحة والخاسرة وفق استراتيجية (6 تشكيل
، 6 احتفاظ) للأسهم الإسلامية :

معامل الاختلاف	التفرطح	الالتواء	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	أعلى قيمة	أدنى قيمة	
1.255	6.225	1.865	0.1293	0.103	0.7582	0.1268-	المحافظ الرابحة (6-6)
2.536	11.909	2.792	0.1045	0.041	0.5652	0.1615-	المحافظ الخاسرة (6-6)
				0.062			Winner-losers

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على ملحق رقم (1)

بلغت قيمة متوسط عوائد المحافظ الرابحة (0.103) بانحراف معياري قدره (0.12) و تشير قيمة الانحراف المعياري إلى تقلب عوائد هذه المحافظ خلال الفترة المدروسة و ارتفاع مخاطرها، كما بلغت قيمة معامل الالتواء (1.865) و هي قيمة أكبر من الصفر وموجبة تشير إلى التواء منحنى التوزيع نحو اليمين و تركز قيم معظم عوائد هذه المحافظ في الجزء الأدنى من المتوسط. كما تشير قيمة معامل التفرطح البالغة (6.225) إلى أن منحنى التوزيع التكراري للعوائد مدبب.

-بينما بلغت قيمة متوسط عوائد المحافظ الخاسرة (0.041) بانحراف معياري قدره (0.107) و تشير قيمة الانحراف المعياري إلى تقلب عوائد هذه المحافظ خلال الفترة المدروسة و ارتفاع

مخاطرها، كما بلغت قيمة معامل الالتواء (2.79) و هي قيمة مرتفعة وموجبة تشير إلى التواء منحني التوزيع نحو اليمين و تركز قيم معظم عوائد هذه المحافظ في الجزء الأدنى من المتوسط. كما تشير قيمة معامل التفرطح البالغة (11.90) إلى أن منحني التوزيع التكراري للعوائد مدبب.

-ويتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل الاختلاف لعوائد المحافظ الخاسرة بلغت (2.53) وهي أكبر من قيمة معامل الاختلاف للمحافظ الرباحة والتي بلغت (1.25) أي أن التشتت النسبي لعوائد المحافظ الخاسرة أكبر من التشتت النسبي لعوائد المحافظ الرباحة أي أن عوائد المحافظ الرباحة أكثر تجانساً من عوائد المحافظ الخاسرة ، وأن عوائد المحافظ الرباحة أقرب إلى متوسطها الحسابي من المحافظ الخاسرة و بالتالي فإنها أقل خطورة بالنسبة للمستثمرين من المحافظ الخاسرة .

- الدراسة الوصفية للمحافظ الرباحة والخاسرة خلال استراتيجية (6تشكيل ،6 احتفاظ) لعينة الأسهم غير الاسلامية:

يظهر الجدول رقم (4) الدراسة الوصفية لعوائد المحافظ الرباحة والخاسرة لاستراتيجية الزخم السعري والتي تم تشكيلها وفق استراتيجية (6 أشهر تشكيل ، 6 أشهر احتفاظ) للأسهم غير الاسلامية.

معامل الاختلاف	التفرطح	الالتواء	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	أعلى قيمة	أدنى قيمة	
1.176	0.688	0.645	0.0965	0.0825	0.38772	-0.1202	المحافظ الرباحة (6-6)
2.55	0.266	-0.114	0.1071	0.0427	0.3361	-0.2218	المحافظ الخاسرة (6-6)
				0.039			Winner-losers

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على ملحق رقم (2)

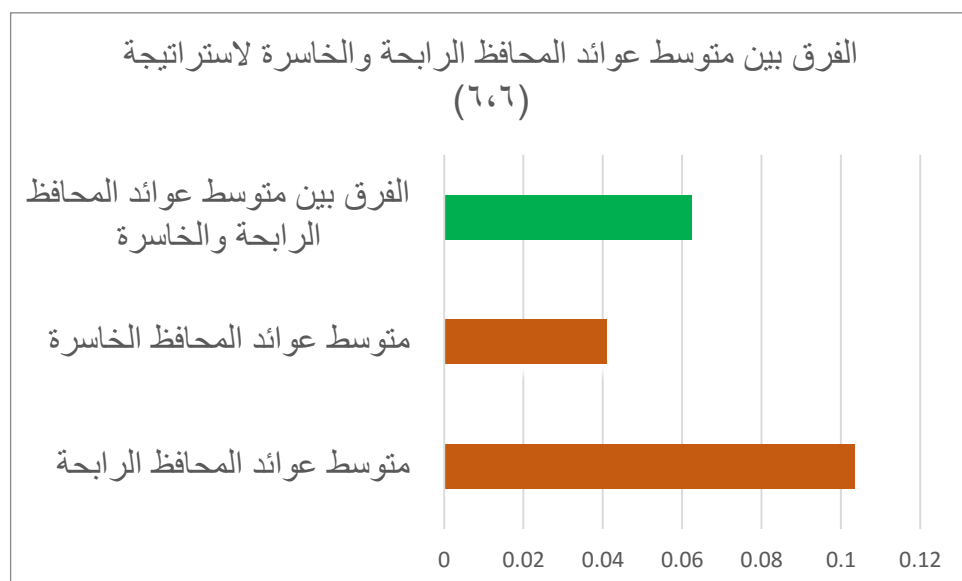
- بلغت قيمة متوسط عوائد المحافظ الرباحة (0.082) بانحراف معياري قدره (0.096) و تشير قيمة الانحراف المعياري إلى تقلب عوائد هذه المحافظ خلال الفترة المدروسة و ارتفاع مخاطرها، كما بلغت قيمة معامل الالتواء (0.64) و هي قيمة موجبة تشير إلى التواء منحني التوزيع نحو اليمين و تركز قيم معظم عوائد هذه المحافظ في الجزء الأدنى من المتوسط كما

تشير قيمة معامل التفرطح البالغة (0.688) إلى أن منحنى التوزيع التكراري للعوائد متفرطح أو متسطح ما يشير إلى عدم تركيز قيم العوائد حول متوسطها الحسابي .

- بلغت قيمة متوسط عوائد المحافظ الخاسرة (0.042) بانحراف معياري قدره (0.10) و تشير قيمة الانحراف المعياري إلى تقلب عوائد هذه المحافظ خلال الفترة المدروسة و ارتفاع مخاطرها، كما بلغت قيمة معامل الالتواء (-0.114) و هي قيمة مرتفعة وسالبة تشير إلى التواء منحنى التوزيع نحو اليسار و تركز قيم معظم عوائد هذه المحافظ في الجزء الأعلى من المتوسط. كما تشير قيمة معامل التفرطح البالغة (0.26) إلى أن منحنى التوزيع التكراري للعوائد متفرطح أو متسطح .

- ويتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل الاختلاف لعوائد المحافظ الخاسرة بلغت (2.55) وهي أكبر من قيمة معامل الاختلاف للمحافظ الرباحة والتي بلغت (1.17) أي أن التشتت النسبي لعوائد المحافظ الخاسرة أكبر من التشتت النسبي لعوائد المحافظ الرباحة أي أن عوائد المحافظ الرباحة أكثر تجانسا من عوائد المحافظ الخاسرة بالنسبة للأسهم غير الإسلامية أيضاً، وأن عوائد المحافظ الرباحة أقرب إلى متوسطها الحسابي من المحافظ الخاسرة و بالتالي فإنها أقل خطورة بالنسبة للمستثمرين من المحافظ الخاسرة .

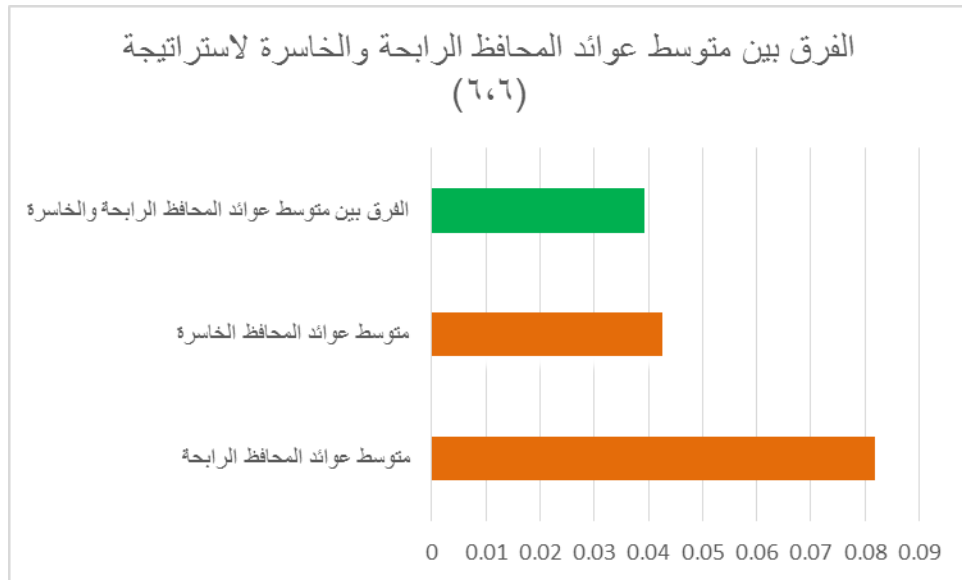
شكل رقم (9) الفرق بين متوسط عوائد المحافظ الرباحة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة
لاستراتيجية تداول (6 تشكيل ، 6 احتفاظ) للأسهم الإسلامية :



المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على ملحق رقم (1)

نلاحظ من الشكل رقم (9) والذي يمثل الفرق بيانياً بين متوسط عوائد المحافظ الرابحة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة لاستراتيجية التداول المدروسة (6,6) أن الفرق بين متوسط عوائد المحافظ الرابحة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة بلغ (0.062) وهو فرق موجب ولصالح المحافظ الرابحة هذا يشير إلى وجود عوائد موجبة عند اتباع استراتيجية الزخم السعري الاستثمارية ، أي أن شراء المحافظ التي كانت رابحة وبيع المحافظ التي كانت خاسرة في فترة التشكيل على اعتقاد أن تستمر في نفس المنحى يدر عوائد موجبة وسيتم التأكد من معنوية هذا الفرق في المبحث الثالث عند تطبيق اختبار وجود فارق جوهري بين عينتين مستقلتين .

شكل رقم (10) الفرق بين متوسط عوائد المحافظ الرابحة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة لاستراتيجية تداول (6 تشكيل ، 6 احتفاظ) للأسهم غير الإسلامية :

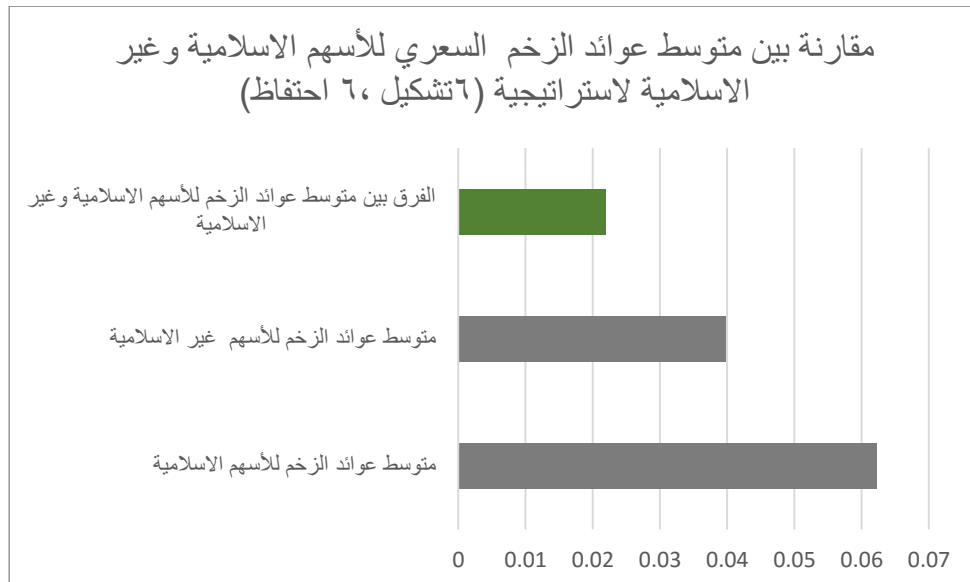


المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على ملحق رقم (2)

نلاحظ من الشكل رقم (10) والذي يمثل الفرق بيانياً بين متوسط عوائد المحافظ الرابحة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة لاستراتيجية التداول المدروسة (6,6) أن هذا الفرق بلغ (

0.039) وهو فرق موجب ولصالح المحافظ الرباحة مما يشير إلى وجود عوائد موجبة عند اتباع استراتيجية الزخم السعري الاستثمارية ، أي أن شراء المحافظ التي كانت رابحة وبيع المحافظ التي كانت خاسرة في فترة التشكيل على أن تستمر في نفس المنحى يدر عوائد موجبة وسيتم أيضا التأكد من معنوية هذا الفرق عند تطبيق اختبار وجود فارق جوهري بين عينتين مستقلتين .

شكل رقم (11) الفرق بين متوسط عوائد أسهم الشركات الاسلامية و أسهم الشركات غير الاسلامية لاستراتيجية تداول (6 تشكيل ، 6 احتفاظ) :



المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على ملحق رقم (3)

يظهر من الشكل رقم (11) أن اتباع استراتيجية الزخم السعري على الأسهم الاسلامية تسمح بتحقيق متوسط عوائد أعلى من متوسط عوائد الزخم السعري للأسهم غير الاسلامية حيث بلغ متوسط عوائد الزخم السعري للأسهم الاسلامية 6.23 % ، بينما بلغ متوسط عوائد الزخم السعري للأسهم غير الاسلامية 3.98 % ، و سيتم التحقق من معنوية هذا الفرق بتطبيق اختبار وجود فارق جوهري بين متوسط عوائد الزخم السعري للأسهم الاسلامية وغير الاسلامية لاستراتيجية (6 تشكيل ، 6 احتفاظ) .

- اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج :

- تم اختبار معنوية الفروقات في عوائد المحافظ المشكلة باستخدام (independent sample- t-test) وهو اختبار وجود فارق جوهري بين متوسطي عينتين مستقلتين وتفسير النتائج وصولاً إلى رفض أو قبول فرضيات الدراسة التالية :

❖ اختبار الفرضية الأولى: توجد فروقات معنوية بين متوسط عوائد المحافظ الربحية ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة المشكلة على المدى المتوسط لاستراتيجية (6 تشكيل، 6 احتفاظ) للأسهم الإسلامية في سوق رأس المال المالي :

- يوضح الجدول رقم (5) نتائج اختبار (independent-sample t-test) حول مدى وجود فروقات معنوية بين متوسط عوائد المحافظ الربحية و متوسط عوائد المحافظ الخاسرة للزخم السعري والتي تم تشكيلها وفق استراتيجية (6 أشهر تشكيل ، 6 أشهر احتفاظ) لعينة الأسهم الإسلامية :

(جدول رقم 5 نتائج تطبيق اختبار t-test بين متوسط عوائد المحافظ الربحية ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة للأسهم الإسلامية)

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means					
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
mean Equal variances assumed	3.889	.050	4.037	230	.000	.06236	.0319269	.0928040
Equal variances not assumed			4.037	220.320	.000	.0623655	.0319199	.0928111

الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	العدد	العينة
.1293962	.103419	116	متوسط عوائد المحافظ الربحية
.1045969	.041053	116	متوسط عوائد المحافظ الخاسرة
	.0623655		$\overline{R_W} - \overline{R_L}$

يتضح من الجدول رقم (5) أن قيمة معنوية اختبار تجانس تباين العينتين تساوي (0.051) وهي أكبر من (0.05) أي أن تباين العينتين متجانس وهو شرط إجراء اختبار وجود فارق جوهري بين العينتين ، كما يبين الجدول أن مستوى دلالة معنوية اختبار (independent sample t-test) بلغت (0.00) وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) وبذلك نقبل الفرضية التي تنص على وجود فارق جوهري بين متوسط عوائد المحافظ الربحية ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة للأسهم الإسلامية ويبين الجدول الأول أن الفرق لصالح المحافظ الربحية أي أن المحافظ الربحية تحقق عوائد زخم غير عادية موجبة عند الاستثمار باستراتيجية الزخم والتي تنص على بيع المحافظ الخاسرة وشراء المحافظ الربحية .

- توافقت هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Suam Toro & Citra Dewi, 2014) والمطبقة في أندونيسيا حيث يحقق اتباع استراتيجية الزخم السعري في الأسهم الإسلامية في اندونيسيا عوائد معنوية موجبة عند شراء الأسهم الربحية وبيع الأسهم الخاسرة عند اعتماد فترات تشكيل واحتفاظ (شهر واحد- 3 أشهر- 6 أشهر) ، ودراسة دراسة (Narayan & Phan 2016) المطبقة على أسهم الشركات الإسلامية في أمريكا .

❖ اختبار الفرضية الثانية : توجد فروقات معنوية بين متوسط عوائد المحافظ الربحية ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة المشكلة على المدى المتوسط لاستراتيجية (6 تشكيل، 6 احتفاظ) للأسهم غير الإسلامية في سوق رأس المال في ماليزيا:

- يوضح الجدول رقم 6 نتائج اختبار (independent-sample t-test) حول مدى وجود فروقات معنوية بين متوسط عوائد المحافظ الربحية و متوسط عوائد المحافظ

الخاسرة للزخم السعري والتي تم تشكيلها وفق استراتيجية (6 أشهر تشكيل ، 6 أشهر احتفاظ)، وذلك لعينة الأسهم الإسلامية .

العينة	العدد	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
متوسط عوائد المحافظ الربحية	115	0.0825	0.965
متوسط عوائد المحافظ الخاسرة	115	0.0427	0.107
$\overline{R_W} - \overline{R_L}$		0.039	

(جدول رقم 6 نتائج تطبيق اختبار t-test بين متوسط عوائد المحافظ الربحية ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة للأسهم غير الإسلامية)

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means					
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
meanR	Equal variances assumed	1.011	.316	2.965	228	.003	0.0398	.01337	.06638
	Equal variances not assumed			2.965	225.5	.003	0.0398	.01337	.006638

يتضح من الجدول رقم (6) أن قيمة معنوية اختبار تجانس تباين العينتين تساوي (0.316) وهي أكبر من (0.05) أي أن تباين العينتين متجانس وهو شرط اجراء اختبار وجود فارق جوهري بين العينتين ، كما يبين الجدول أن مستوى دلالة معنوية اختبار (independent sample t-test) بلغت (0.003) وهي أقل من مستوى الدلالة 0.05 وبذلك نقبل الفرضية

التي تنص على وجود فارق جوهري بين متوسط عوائد المحافظ الرباحة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة ويبين الجدول الأول أن الفرق لصالح المحافظ الرباحة أي أن المحافظ الرباحة و المكونة من الأسهم غير الاسلامية تحقق عوائد زخم غير عادية موجبة عند الاستثمار باستراتيجية الزخم والتي تنص على بيع المحافظ الخاسرة وشراء المحافظ الرباحة ، وتوافقت هذه النتيجة مع غالبية الدراسات التي اتبعت الأسلوب ذاته في تشكيل المحافظ الرباحة والخاسرة عند اختبار ربحية استراتيجية الزخم السعري في الأسواق الأمريكية ، ومنها (Jegadeesh&titman,1993) ، حيث حقق اتباع استراتيجية الزخم السعري فيها عوائد معنوية موجبة عند تساوي فترات التشكيل والاحتفاظ ودراسة (Conrad&kaul,1999) بالرغم من اختلاف الأسلوب المتبع ، كما توافقت أيضاً مع دراسة (Chan, Jegadeesh & Lakonishok, 1996) ، والتي أثبتت أن اتباع استراتيجية /6 ، 6/ يسمح بتحقيق أعلى متوسط عائد بلغ (8.8 %) ، كما توافقت مع الدراسات المطبقة في الأسواق العالمية ومنها (Rouwenhorst, 1998,1999) و التي توصلت إلى أن محافظ الزخم المتنوعة دولياً والمشكلة على اساس (6 أشهر تشكيل ، و6 أشهر احتفاظ) تتفوق على المحافظ المشكلة على اساس فترات تشكيل واحتفاظ (3 ، 6 ، 12) وانعكست هذه العوائد إلى عوائد سالبة عند زيادة فترات الاحتفاظ إلى أكثر من 12 شهر ، كما توصلت أيضاً إلى أن الزخم في أوروبا مرتبط بالزخم في أمريكا خلال نفس الفترة ، وهذا يدل على وجود عوامل عالمية مشتركة تقود الزخم حول العالم ، ويمكن تفسير النتيجة التي توصلت إليها الدراسة الحالية بارتباط الزخم في ماليزيا بالزخم في أمريكا وتأثرها بنفس العوامل العالمية المحركة للزخم ، وبناء عليه يمكن أن يفسر وجود عوائد الزخم السعري في السوق الماليزي بارتباط الزخم الحاصل في أمريكا مع الزخم الحاصل في ماليزيا نظراً لسيطرة قوى عالمية محركة للزخم .

- فيما تختلف هذه الدراسة مع دراسة (Liu & Lee ,2001) المطبقة في اليابان حيث تعتبر استراتيجية الزخم السعري الاستثمارية استراتيجية خاسرة لا تحقق عوائد موجبة ويفسر هذا باختلاف القوى المحركة للسوق المالي في اليابان .

❖ اختبار الفرضية الثالثة : يوجد فارق جوهري بين ربحية استراتيجية الزخم السعري عند الاستثمار في الأسهم الاسلامية وبين ربحية استراتيجية الزخم السعري عند الاستثمار بالأسهم غير الاسلامية.

جدول رقم (7) : عائد الزخم للأسهم الاسلامية وعائد الزخم للأسهم غير الاسلامية من أجل استراتيجية (6) تشكيل، 6 احتفاظ والناتج عن عملية تحليل البيانات :

0.0623	$\overline{R}_W - \overline{R}_L$ (Islamic)
0.0398	$\overline{R}_W - \overline{R}_L$ (non-Islamic)
0.022	$\overline{R}_W - \overline{R}_L$ (IS-nonIS)

- كما يتضح من الجدول السابق أن متوسط عائد الزخم للأسهم الاسلامية يتفوق على متوسط عائد الزخم للأسهم غير الاسلامية ومن أجل اختبار معنوية هذا الفرق بين ربحية استراتيجية الزخم السعري للأسهم الاسلامية وبين الأسهم غير الاسلامية ثم تطبيق اختبار (t-test) حيث يختبر وجود فارق جوهري بين عينتين مستقلتين تمثل العينة الأولى عوائد استراتيجية الزخم السعري للأسهم الاسلامية لسلسلة فترات التشكل والاحتفاظ الممتدة من كانون الثاني 2009 وحتى كانون الأول 2019 ، بينما تمثل العينة الثانية عوائد استراتيجية الزخم السعري للأسهم الاسلامية لسلسلة فترات التشكل والاحتفاظ الممتدة من كانون الثاني 2009 وحتى كانون الأول 2019 .

- يوضح الجدول رقم (8) نتائج اختبار (independent-sample t-test) وجود فروقات معنوية بين متوسط عوائد الزخم السعري لعينة الأسهم الاسلامية ومتوسط عوائد الزخم السعري لعينة الأسهم غير الاسلامية والتي تم تشكيلها وفق استراتيجية (6) أشهر تشكيل ، 6 أشهر احتفاظ) .

جدول رقم (8) نتائج اختبار وجود فارق جوهري بين عينتين مستقلتين تمثل العينة الأولى متوسط عوائد الزخم السعري لعينة الأسهم الإسلامية وتمثل العينة الثانية متوسط عوائد الزخم السعري لعينة الأسهم غير الإسلامية لسلسلة فترات الاحتفاظ الممتدة من 2009-2019 من أجل استراتيجية (6 تشكيل ، 6 احتفاظ)

(جدول رقم 8 نتائج تطبيق اختبار t-test بين متوسط عوائد الزخم السعري لعينة الأسهم الإسلامية ومتوسط عوائد الزخم السعري لعينة الأسهم غير الإسلامية)

Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
W_L	Equal variances assumed	.466	.496	1.232	229	.219	.0224865	.0182538	-.0134804-	.0584535
	Equal variances not assumed			1.233	222.357	.219	.0224865	.0182394	-.0134578-	.0584308

يتضح من الجدول رقم (8) أن قيمة معنوية اختبار تجانس تباين العينتين تساوي (0.219) وهي أكبر من (0.05) أي أن تباين العينتين متجانس وهو شرط إجراء اختبار وجود فارق جوهري بين العينتين ، كما يبين الجدول أن مستوى دلالة معنوية اختبار (independent sample t-test) بلغت (0.219) وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05 وبذلك نرفض الفرضية التي تنص على وجود فارق جوهري بين ربحية استراتيجية الزخم السعري الاستثمارية عند الاستثمار بالأسهم الإسلامية وبين ربحية استراتيجية الزخم السعري الاستثمارية عند الاستثمار بالأسهم غير الإسلامية .

النتائج :

يمكن تلخيص نتائج الدراسة بالنقاط التالية :

1- يظهر المنحنى البياني الذي يوضح تطور أداء مؤشر بوصة ماليزيا وجود استمرارية للمنحنى الذي تتخذه عوائد المؤشر على المدى المتوسط من شهر وحتى سنة ، وانعكاس في الأداء على المدى الطويل ، وهذا يبين إمكانية التنبؤ بالمسار الذي تتخذه عوائد الأسهم وبالتالي إمكانية تحقق عوائد موجبة عند اتباع استراتيجية الزخم الاستثمارية على الأسهم المدرجة ضمن المؤشر على المدى المتوسط وعوائد انعكاس على المدى الطويل .

2- يوجد فارق جوهري بين متوسط عوائد المحافظ الاربعة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة للأسهم الإسلامية خلال فترة الدراسة لاستراتيجية (6أشهر ، و 6 أشهر احتفاظ) وهذا الفرق لصالح المحافظ الاربعة ، وبالتالي تحقق استراتيجية الزخم السعري عوائد معنوية موجبة عند الاستثمار باستراتيجية (6أشهر تشكيل ، 6 احتفاظ) .

3- يوجد فارق جوهري بين متوسط عوائد المحافظ الاربعة ومتوسط عوائد المحافظ الخاسرة للأسهم غير الإسلامية خلال فترة الدراسة لاستراتيجية (6أشهر ، و 6 أشهر احتفاظ) وهذا الفرق لصالح المحافظ الاربعة ، وبالتالي تحقق استراتيجية الزخم السعري عوائد معنوية موجبة عند الاستثمار باستراتيجية (6أشهر تشكيل ، 6 احتفاظ) .

4- لا تختلف الدراسة الحالية للأسهم الإسلامية عما توصلت إليه الدراسات السابقة للأسهم غير الإسلامية لاستراتيجية (6،6) وبالتالي تسمح استراتيجية الزخم السعري بتحقيق عوائد معنوية موجبة بغض النظر عن كونها إسلامية وتختلف في خصائصها عن خصائص الأسهم غير الإسلامية .

5- يحقق اتباع استراتيجية الزخم السعري الاستثمارية عند الاستثمار بالأسهم الإسلامية عوائد موجبة أكبر من عوائدها عند الاستثمار بالأسهم غير الإسلامية مع الإشارة إلى أن هذا الفرق غير جوهري وفقاً لنتائج الاختبار.

التوصيات :

بناء على النتائج السابقة فإن الدراسة الحالية توصي المستثمرين الراغبين بالاستثمار في بورصة ماليزيا ب :

- تشجيع المستثمرين الراغبين بالاستثمار بالأسهم الإسلامية على المدى المتوسط باتباع استراتيجية الزخم السعري وذلك ببيع المحافظ التي كانت خاسرة وشراء المحافظ التي كانت رابحة وذلك من أجل استراتيجية (6 أشهر تشكيل و 6 أشهر احتفاظ) .

الآفاق المستقبلية للدراسة :

- 1- يمكن تطوير الدراسة الحالية باستخدام منهجيات مغايرة مما يفيد في تعزيز نتائج الدراسة الحالية.
- 2- احتساب تكاليف الصفقات عند دراسة ربحية استراتيجية الزخم السعري على اعتبار أن العديد من الدراسات توصلت إلى نتائج مغايرة عند الأخذ بالحسبان تكاليف الصفقات .
- 3- زيادة حجم العينة المدروسة مما يتيح المجال لاتباع أسلوب الفترات غير المتداخلة والتي تحل مشكلة الارتباط الذاتي بين البيانات .
- 4- تعزيز نتيجة الدراسة الحالية حول مدى تحقيق عوائد زخم سعري موجبة ومعنوية على المدى المتوسط من أجل استراتيجيات تشكيل واحتفاظ (3،6،9،12،.....)
- 5- تقديم تفسير لربحية استراتيجية الزخم السعري بناء على التحيزات السلوكية او بالاعتماد على عوامل ترتبط بخصائص الأسهم نفسها من حجم وقيمة سوقية إلى قيمة دفترية (...)
- 6- اختبار ربحية استراتيجية الزخم السعري الاستثمارية في سوق رأس المال الماليزي بعد تعرض العالم لجائحة كورونا في أواخر عام 2019 .

صعوبات ومحددات الدراسة :

واجهت الباحثة عند إعداد هذه الدراسة بعض الصعوبات أهمها :

- 1- ندرة الأبحاث العلمية المنشورة التي تناولت استراتيجية الزخم السعري على الصعيد العربي ضمن حدود علم الباحثة .
- 2- ندرة الأبحاث العلمية التي ركزت على إجراء مقارنة بين استراتيجيات الاستثمار المتبعة في الأسهم الإسلامية وغير الإسلامية ضمن حدود علم الباحثة .
- 3- صعوبة الوصول للبيانات المتعلقة بمجموعة من العوامل اللازمة لتفسير ربحية استراتيجية الزخم السعري والخصائص التي تتعلق بالأسهم والتي قد تفسر وجود ظاهرة الزخم السعري .

المراجع

المراجع باللغة العربية :

- العتيبي ،محمود حسني - عناوسة ،محمد سلامة - علام ،محمد حمدان ، 2009 ، " تطبيق استراتيجية الزخم الاستثمارية في سوق عمان للأوراق المالية ، وأثرها في كفاءة السوق والأرباح غير الاعتيادية" ، المجلة العربية للعلوم الإدارية ، مجلد 16 ، عدد 3 ، ص 434-440-441-442 .
- الربيعي ،حاكم محسن - الموسوي ،حيدر يونس - حسن ،محمد فائز - 2017 " تطبيق استراتيجيات الزخم في سوق العراق للأوراق المالية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية) " مجلة الإدارة والاقتصاد - المجلد - العدد 23 - ص 140-141 .
- السقا ،محمد-الحوي ،عدنان ، 2009 " علم الفقاعات المالية وانفجاراتها . مجلة العلوم الالكترونية " ،، المجلد 25
- بن زاير،مبارك - بن زاير ،عبد الوهاب ، ، 2017، " نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية 2017 " ، مجلة البشائر الاقتصادية ، المجلد 3 ، العدد 1 ، ص 88.
- بن سانية ،عبد الرحمن - النعاس ،صلاح الدين - بن الضب ،علي ، 2017 " الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأي المال ، ، مجلة الامتيازات لبحوث الاقتصاد والإدارة ، المجلد 1 ، العدد 2 ، ص 24 .
- شاهين، محمد عبد الله ، 2017 " محافظ الأوراق المالية -إدارة - تحليل - تقييم " ، دار حميثرا للنشر والترجمة ، الطبعة 1 ، ص 2721.
- مشرقي ،حسن - الشهاب، أيمن ، 2014" اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية " مجلة جامعة البعث ، المجلد 36 ، العدد 1 ، ، ص 264
- 8-هندي ، منير إبراهيم ، 1996 ،"الفكر الحديث في مجال الاستثمار " 1996، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، ص37.

المراجع باللغة الإنكليزية :

- Arkes, H. R., & Ayton, P, 1999 "The sunk cost and Concorde effects: Are humans less rational than lower animals?" , Psychological bulletin, ,Vol125(5).p:599
- Baker, H. K., & Nofsinger, J. R, Behavioral finance: investors, corporations, and markets", 2010 Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, p. 46.
- Clot, S., Ibanez, L., Meral, P., & Andriamahefazafy, F. (2013). *How mental accounting could bias PES programs: a natural field in Madagascar*. Paper presented at the 30. Journées de la Microéconomie Appliquée (JMA 2013), p. 03
- Copur, Z. (2015). Handbook of research on behavioral finance and investment strategies: decision making in the financial industry. Business Science Reference, An Imprint of IGI Global, p. 01.
- De Bondt, W., Muradoglu, G., Shefrin, H., & Staikouras, S. K, 2008, Behavioral Finance: Quo Vadis?. Journal of applied finance , fall winter , p: 9.,11
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. The Journal Of Finance, 40(3), 793–808.
- Dimitirios Kourtidis, , Sevic, Z, & Prodromos Chatzoglou, 2011," Investors trading activity: A behavioral perspective and empirical results", SOCECO Journal of Socio–Economics, 40(5), p: 548
- Elan, S. L., & Goodrich, M, (2010), Behavioral patterns and pitfalls of US investors, the Federal Research Division, Library of Congress, p: 01
- Fama ,1965," the behavior of stock Market prices ", the journal of business , Vol 38, No 1, ,p 90

- Hong, H., Kubik, J. D., & Stein, J. C, 2005, " Thy Neighbor's Portfolio: Word-of-Mouth Effects in the Holdings and Trades of Money Manager",Journal of Finance, vol, LX, NO(6), p: 2801
- Jennifer Conrad and Gautam Kaul ,1993 , "Long-Term Market Overreaction or Biases in Computed Returns?" , Journal of Finance , Vol. 48, No. 1 (Mar., 1993) p42
- Kent Daniel & Tobias J. Moskowitz , 2014 , Nber Working Paper Series, Working Paper 20439 , National Bureau Of Economic Research– P 7–12
- Louis K. C. Chan, Narasimhan Jegadeesh, and Josef Lakonishok, 1996 "Momentum Strategies ",The Journal Of Finance Vol. LI, NO 5 .P 1686– 1684.
- Michael M. Pompian, (2006), "Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases", Hoboken, New Jersey: Wiley,p.03, 08,20,21, 94,129–133
- Muh Juan Suam Toro & Tiffany Andreas Citra Dewi , 2014 , " The Investigation Of The Profitability Of Momentum Strategy Implementation In Islamic Stocks In Indonesia" ,
- Narasimhan Jegadeesh & Sheridan Titman , 1993 , "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency " , Journal Of Finance , Volume 48 , issue 1 , P 68
- Narasimhan Jegadeesh & Sheridan Titman , 1999 , "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency " , NBER WORKING PAPER SERIES , NO 7159,P14
- Narasimhan Jegadeesh & Sheridan Titman,2001 , "Profitability Of Momentum Strategies : An Evaluation Of Alternative Explanations " ,

Nber Working Paper Series, number 7159 National Bureau Of Economic Research, 1050 ,p 6

- Prast, H. M. (2004), "Investor psychology: A behavioural explanation of six finance puzzles" , De Nederlandsche Bank Amsterdam, pp.4–5'
- Rouwenhorst, K. Geert, 1997," International Momentum Strategies". Yale ICF Working Paper. p 16
- Rouwenhorst, K. Geert, 1998,International Momentum Strategies. Journal of Finance, Vol. 53, No. 1, p277,
- Schwert, G. W. (2003). "Anomalies and market efficiency" , Handbook of the Economics of Finance , edition 1, volume 1 , p 939–974..
- Shleifer, A. (2000). Inefficient markets: an introduction to behavioral finance. Oxford: Oxford University Press, p, 13.
- South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law, Vol. 5, Issue 1 (Dec.) ISSN 2289–1560 p :3,
- Whitfield, I, 2013, Behavioral Finance, Options Markets and Financial Crises: Application to the UK Market 1998–2010". Durham University, p. 29.

الملاحق

ملحق رقم (1) : عوائد المحافظ الربحية والخاسرة لسلسلة فترات التشكيل والاحتفاظ (1-1-2009 لغاية 31-12-2019) لعينة الأسهم الإسلامية:

عائد المحافظ الربحية لاستراتيجية (6)تشكيل (6،احتفاظ)	عائد المحافظ الربحية لاستراتيجية (6)تشكيل (6،احتفاظ)	عائد المحافظ الخاسرة لاستراتيجية (6)تشكيل (6،احتفاظ)	عائد المحافظ الخاسرة لاستراتيجية (6)تشكيل (6،احتفاظ)
RW1	0.1292	RL1	0.0241
RW2	0.1048	RL2	0.0491
RW3	0.1422	RL3	0.1067
RW4	0.0763	RL4	0.1453
RW5	-0.0266	RL5	0.1393
RW6	-0.0732	RL6	0.0708
RW7	0.5236	RL7	0.0974
RW8	0.7582	RL8	0.1304
RW9	0.4956	RL9	0.1294
RW10	0.1509	RL10	0.4905
RW11	0.2404	RL11	0.5652
RW12	0.2657	RL12	0.5589
RW13	0.2971	RL13	-0.0031
RW14	0.1496	RL14	0.0276
RW15	0.1401	RL15	0.039
RW16	0.0841	RL16	-0.0744
RW17	-0.0669	RL17	-0.1018
RW18	-0.0572	RL18	0.0306
RW19	-0.0252	RL19	-0.0325
RW20	0.1429	RL20	-0.0724
RW21	0.0886	RL21	-0.0365
RW22	0.1694	RL22	0.0908
RW23	0.1849	RL23	0.1497
RW24	0.1542	RL24	0.0026
RW25	0.1471	RL25	-0.0177
RW26	0.108	RL26	0.0279
RW27	0.0571	RL27	-0.0146
RW28	0.1029	RL28	-0.0547

RW29	0.0816	RL29	-0.019
RW30	0.0602	RL30	-0.0362
RW31	0.0714	RL31	0.0661
RW32	0.0865	RL32	-0.059
Rw33	0.0683	RL33	-0.049
RW34	0.0015	RL34	0.0316
RW35	-0.0141	RL35	0.0591
RW36	0.0039	RL36	0.0177
RW37	0.0915	RL37	0.0999
RW38	0.0345	RL38	0.1386
RW39	0.137	RL39	0.1
RW40	0.0983	RL40	0.0735
RW41	0.1574	RL41	0.0808
RW42	0.1471	RL42	0.1068
RW43	0.1006	RL43	0.1066
RW44	0.1723	RL44	0.0463
RW45	0.1271	RL45	-0.0018
RW46	0.0897	RL46	0.0929
RW47	0.0513	RL47	0.1477
RW48	0.1864	RL48	-0.0052
RW49	0.03	RL49	0.0435
RW50	-0.0247	RL50	0.0962
RW51	-0.0396	RL51	0.0285
RW52	0.008	RL52	-0.0044
RW53	-0.0162	RL53	0.2539
RW54	0.1547	RL54	-0.0586
RW55	0.2089	RL55	-0.0908
RW56	0.1255	RL56	-0.0717
RW57	0.0344	RL57	0.0105
RW58	0.0564	RL58	0.0234
RW59	0.0591	RL59	0.0275
RW60	0.041	RL60	0.0081
RW61	-0.0399	RL61	0.0775
RW62	-0.0125	RL62	-0.0006
RW63	0.0306	RL63	0.0115
RW64	-0.0094	RL64	-0.1615
RW65	0.0573	RL65	-0.0489
RW66	0.0978	RL66	-0.0455
RW67	0.2015	RL67	-0.013

RW68	0.2516	RL68	0.0214
RW69	0.175	RL69	-0.0261
RW70	0.1434	RL70	0.1142
RW71	0.106	RL71	0.0827
RW72	0.052	RL72	0.0221
RW73	-0.0264	RL73	0.009
RW74	-0.1268	RL74	0.072
RW75	-0.1062	RL75	0.1648
RW76	0.0949	RL76	0.0096
RW77	0.1122	RL77	-0.07
RW78	0.0817	RL78	-0.0072
RW79	0.104	RL79	-0.0207
RW80	0.0417	RL80	0.0074
RW81	0.0183	RL81	0.087
RW82	0.1174	RL82	0.0189
RW83	0.1155	RL83	0.0822
RW84	0.1846	RL84	0.0746
RW85	0.1496	RL85	0.0512
RW86	0.194	RL86	0.0027
RW87	0.1171	RL87	0.0099
RW88	0.1454	RL88	0.0404
RW89	0.0974	RL89	0.0252
RW90	0.1319	RL90	0.0663
RW91	0.2485	RL91	0.0217
RW92	0.2352	RL92	0.0115
RW93	0.4434	RL93	0.0556
RW94	0.3811	RL94	-0.001
RW95	0.4029	RL95	0.0567
RW96	0.289	RL96	0.0516
RW97	0.2231	RL97	-0.0023
RW98	0.1137	RL98	0.0127
RW99	0.076	RL99	-0.0063
RW100	0.0916	RL100	-0.0234
RW101	0.0711	RL101	-0.0161
RW102	0.0566	RL102	-0.107
RW103	0.0651	RL103	-0.0152
RW104	0.0057	RL104	0.074
RW105	-0.0074	RL105	-0.0355
RW106	-0.0367	RL106	-0.0485

RW107	-0.0782	RL107	-0.0298
RW108	-0.0254	RL108	0.0481
RW109	-0.0043	RL109	0.1054
RW110	0.0138	RL110	-0.0355
RW111	0.0137	RL111	0.1013
RW112	0.004	RL112	0.1053
RW113	0.0133	RL113	0.0401
RW114	0.0547	RL114	0.0047
RW115	-0.0134	RL115	-0.0329
RW116	0.0061	RL116	0.0392

ملحق رقم (2) : عوائد المحافظ الرابحة والخاسرة لسلسلة فترات التشكيل والاحتفاظ (1-1-2009 لغاية 31-12-2019) لعينة الأسهم غير الإسلامية:

عائد المحافظ الرابحة عائد المحافظ الرابحة لاستراتيجية (6تشكيل،6احتفاظ)	عائد المحافظ الرابحة عائد المحافظ الرابحة لاستراتيجية (6تشكيل،6احتفاظ)	عائد المحافظ الخاسرة عائد المحافظ الخاسرة لاستراتيجية (6تشكيل،6احتفاظ)	عائد المحافظ الخاسرة عائد المحافظ الخاسرة لاستراتيجية (6تشكيل،6احتفاظ)
RW1	0.33787	RL1	0.2291
RW2	0.17542	RL2	0.24418
RW3	0.18136	RL3	0.22207
RW4	0.20618	RL4	0.22227
RW5	0.16535	RL5	0.07688
RW6	0.1601	RL6	0.04007
RW7	0.13705	RL7	0.04022
RW8	0.13196	RL8	0.0832
RW9	0.1102	RL9	0.13953
RW10	0.03732	RL10	0.13599
RW11	0.03727	RL11	0.25817
RW12	0.22648	RL12	0.21292
RW13	0.38772	RL13	0.20333
RW14	0.36128	RL14	0.12402
RW15	0.07921	RL15	0.06803
RW16	0.10868	RL16	0.33606
RW17	0.19904	RL17	0.08382
RW18	0.07823	RL18	0.2227
RW19	-0.02507	RL19	0.2644
RW20	-0.01852	RL20	0.20066
RW21	-0.02064	RL21	0.05139
RW22	-0.12029	RL22	-0.01801
RW23	0.06817	RL23	-0.04347
RW24	-0.05727	RL24	-0.07133
RW25	0.01797	RL25	-0.01037
RW26	0.01653	RL26	0.04849
RW27	0.07411	RL27	0.09895
RW28	0.25585	RL28	0.17026
RW29	0.13018	RL29	0.00018
RW30	0.10891	RL30	0.08811
RW31	0.11722	RL31	0.05206
RW32	0.10959	RL32	0.10326

Rw33	0.03642	RL33	0.04002
RW34	0.09254	RL34	0.12856
RW35	0.28626	RL35	-0.05282
RW36	0.26632	RL36	-0.03913
RW37	0.20363	RL37	0.00071
RW38	0.0729	RL38	-0.00186
RW39	0.00688	RL39	0.09997
RW40	0.05308	RL40	0.1483
RW41	0.06486	RL41	0.09754
RW42	0.09677	RL42	0.11005
RW43	0.09532	RL43	0.13289
RW44	0.06809	RL44	0.0727
RW45	0.01272	RL45	0.11046
RW46	-0.02391	RL46	0.03827
RW47	-0.04784	RL47	0.00479
RW48	0.02441	RL48	-0.01729
RW49	0.13247	RL49	0.01525
RW50	0.12566	RL50	0.07729
RW51	0.10256	RL51	0.04493
RW52	0.07352	RL52	0.08148
RW53	0.06241	RL53	0.06966
RW54	0.03429	RL54	0.08332
RW55	0.0144	RL55	0.03841
RW56	0.09682	RL56	0.07954
RW57	0.0877	RL57	0.03515
RW58	0.12283	RL58	0.02685
RW59	0.13078	RL59	0.03511
RW60	0.12823	RL60	-0.03662
RW61	0.07236	RL61	-0.01873
RW62	0.08731	RL62	0.00127
RW63	0.01038	RL63	-0.03102
RW64	0.03408	RL64	-0.06166
RW65	0.04139	RL65	-0.04635
RW66	0.02223	RL66	-0.03429
RW67	0.0812	RL67	-0.03277
RW68	0.08229	RL68	-0.03254
RW69	0.07616	RL69	-0.08946
RW70	0.06817	RL70	-0.21778
RW71	0.09823	RL71	-0.1879

RW72	0.05194	RL72	-0.14413
RW73	0.16411	RL73	-0.01392
RW74	0.13764	RL74	-0.09728
RW75	0.15188	RL75	-0.02006
RW76	0.10161	RL76	0.14616
RW77	0.0487	RL77	0.08993
RW78	-0.00071	RL78	0.07448
RW79	-0.03154	RL79	0.06734
RW80	-0.02781	RL80	0.07858
RW81	-0.02496	RL81	0.07819
RW82	-0.02605	RL82	0.02857
RW83	-0.04022	RL83	0.04949
RW84	0.01201	RL84	0.04404
RW85	0.03803	RL85	0.05103
RW86	0.03254	RL86	0.03743
RW87	0.0223	RL87	0.10619
RW88	0.02462	RL88	0.15961
RW89	0.08086	RL89	0.11741
RW90	0.22957	RL90	0.13691
RW91	0.21858	RL91	0.13583
RW92	0.24888	RL92	0.11027
RW93	0.16089	RL93	0.06119
RW94	0.08548	RL94	0.02399
RW95	-0.00784	RL95	0.13121
RW96	0.08002	RL96	0.00839
RW97	0.07785	RL97	0.03253
RW98	0.17282	RL98	0.06027
RW99	0.20113	RL99	0.06014
RW100	0.25885	RL100	-0.06005
RW101	0.22245	RL101	0.03012
RW102	0.12756	RL102	-0.07408
RW103	0.03649	RL103	-0.19094
RW104	-0.02894	RL104	-0.13189
RW105	0.09133	RL105	-0.13269
RW106	0.06268	RL106	-0.09819
RW107	-0.02103	RL107	-0.20471
RW108	0.0505	RL108	-0.12577
RW109	0.047	RL109	-0.10149
RW110	0.00308	RL110	-0.22178

RW111	-0.08205	RL111	-0.05888
RW112	-0.10135	RL112	-0.06776
RW113	-0.07919	RL113	-0.04964
RW114	-0.0797	RL114	0.06092
RW115	-0.06351	RL115	0.17542

ملحق رقم (3) : عوائد الزخم السعري لاستراتيجية (6تشكيل ، 6احتفاظ) ، للأسهم الاسلامي وغير الاسلامية لسلسلة فترات التشكيل والاحتفاظ الممتدة من (1-2009 وحتى 12-2019) :

المحافظ الرابحة	العائد	المحافظ الخاسرة	العائد	عائد الزخم WINNERS-) (LOSERS	القطاع
RW1	0.1292	RL1	0.0241	0.1051	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW2	0.1048	RL2	0.0491	0.0556	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW3	0.1422	RL3	0.1067	0.0355	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW4	0.0763	RL4	0.1453	-0.069	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW5	-0.0266	RL5	0.1393	-0.1659	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW6	-0.0732	RL6	0.0708	-0.144	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW7	0.5236	RL7	0.0974	0.4262	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW8	0.7582	RL8	0.1304	0.6278	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW9	0.4956	RL9	0.1294	0.3662	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW10	0.1509	RL10	0.4905	-0.3396	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW11	0.2404	RL11	0.5652	-0.3248	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW12	0.2657	RL12	0.5589	-0.2932	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW13	0.2971	RL13	-0.0031	0.3002	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW14	0.1496	RL14	0.0276	0.1221	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW15	0.1401	RL15	0.039	0.1011	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW16	0.0841	RL16	-0.0744	0.1585	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW17	-0.0669	RL17	-0.1018	0.0349	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW18	-0.0572	RL18	0.0306	-0.0878	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW19	-0.0252	RL19	-0.0325	0.0073	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW20	0.1429	RL20	-0.0724	0.2153	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW21	0.0886	RL21	-0.0365	0.125	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW22	0.1694	RL22	0.0908	0.0786	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW23	0.1849	RL23	0.1497	0.0352	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW24	0.1542	RL24	0.0026	0.1517	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW25	0.1471	RL25	-0.0177	0.1649	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW26	0.108	RL26	0.0279	0.08	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW27	0.0571	RL27	-0.0146	0.0717	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW28	0.1029	RL28	-0.0547	0.1576	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW29	0.0816	RL29	-0.019	0.1007	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW30	0.0602	RL30	-0.0362	0.0965	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW31	0.0714	RL31	0.0661	0.0053	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW32	0.0865	RL32	-0.059	0.1456	عائد محفظة الزخم اسلامي

RW33	0.0683	RL33	-0.049	0.1173	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW34	0.0015	RL34	0.0316	-0.0301	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW35	-0.0141	RL35	0.0591	-0.0733	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW36	0.0039	RL36	0.0177	-0.0139	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW37	0.0915	RL37	0.0999	-0.0084	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW38	0.0345	RL38	0.1386	-0.104	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW39	0.137	RL39	0.1	0.0369	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW40	0.0983	RL40	0.0735	0.0249	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW41	0.1574	RL41	0.0808	0.0766	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW42	0.1471	RL42	0.1068	0.0403	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW43	0.1006	RL43	0.1066	-0.006	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW44	0.1723	RL44	0.0463	0.126	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW45	0.1271	RL45	-0.0018	0.1289	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW46	0.0897	RL46	0.0929	-0.0032	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW47	0.0513	RL47	0.1477	-0.0965	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW48	0.1864	RL48	-0.0052	0.1916	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW49	0.03	RL49	0.0435	-0.0135	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW50	-0.0247	RL50	0.0962	-0.1209	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW51	-0.0396	RL51	0.0285	-0.0681	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW52	0.008	RL52	-0.0044	0.0123	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW53	-0.0162	RL53	0.2539	-0.2701	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW54	0.1547	RL54	-0.0586	0.2133	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW55	0.2089	RL55	-0.0908	0.2997	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW56	0.1255	RL56	-0.0717	0.1972	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW57	0.0344	RL57	0.0105	0.0239	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW58	0.0564	RL58	0.0234	0.033	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW59	0.0591	RL59	0.0275	0.0316	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW60	0.041	RL60	0.0081	0.0328	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW61	-0.0399	RL61	0.0775	-0.1174	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW62	-0.0125	RL62	-0.0006	-0.012	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW63	0.0306	RL63	0.0115	0.0191	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW64	-0.0094	RL64	-0.1615	0.1521	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW65	0.0573	RL65	-0.0489	0.1062	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW66	0.0978	RL66	-0.0455	0.1433	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW67	0.2015	RL67	-0.013	0.2145	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW68	0.2516	RL68	0.0214	0.2302	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW69	0.175	RL69	-0.0261	0.2012	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW70	0.1434	RL70	0.1142	0.0292	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW71	0.106	RL71	0.0827	0.0233	عائد محفظة الزخم اسلامي

RW72	0.052	RL72	0.0221	0.03	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW73	-0.0264	RL73	0.009	-0.0354	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW74	-0.1268	RL74	0.072	-0.1988	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW75	-0.1062	RL75	0.1648	-0.271	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW76	0.0949	RL76	0.0096	0.0853	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW77	0.1122	RL77	-0.07	0.1823	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW78	0.0817	RL78	-0.0072	0.0889	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW79	0.104	RL79	-0.0207	0.1247	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW80	0.0417	RL80	0.0074	0.0343	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW81	0.0183	RL81	0.087	-0.0687	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW82	0.1174	RL82	0.0189	0.0985	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW83	0.1155	RL83	0.0822	0.0333	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW84	0.1846	RL84	0.0746	0.11	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW85	0.1496	RL85	0.0512	0.0984	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW86	0.194	RL86	0.0027	0.1912	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW87	0.1171	RL87	0.0099	0.1073	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW88	0.1454	RL88	0.0404	0.1049	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW89	0.0974	RL89	0.0252	0.0722	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW90	0.1319	RL90	0.0663	0.0656	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW91	0.2485	RL91	0.0217	0.2268	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW92	0.2352	RL92	0.0115	0.2237	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW93	0.4434	RL93	0.0556	0.3879	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW94	0.3811	RL94	-0.001	0.382	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW95	0.4029	RL95	0.0567	0.3463	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW96	0.289	RL96	0.0516	0.2374	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW97	0.2231	RL97	-0.0023	0.2253	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW98	0.1137	RL98	0.0127	0.101	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW99	0.076	RL99	-0.0063	0.0823	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW100	0.0916	RL100	-0.0234	0.115	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW101	0.0711	RL101	-0.0161	0.0872	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW102	0.0566	RL102	-0.107	0.1637	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW103	0.0651	RL103	-0.0152	0.0803	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW104	0.0057	RL104	0.074	-0.0683	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW105	-0.0074	RL105	-0.0355	0.028	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW106	-0.0367	RL106	-0.0485	0.0118	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW107	-0.0782	RL107	-0.0298	-0.0484	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW108	-0.0254	RL108	0.0481	-0.0734	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW109	-0.0043	RL109	0.1054	-0.1098	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW110	0.0138	RL110	-0.0355	0.0493	عائد محفظة الزخم اسلامي

RW111	0.0137	RL111	0.1013	-0.0875	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW112	0.004	RL112	0.1053	-0.1012	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW113	0.0133	RL113	0.0401	-0.0269	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW114	0.0547	RL114	0.0047	0.05	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW115	-0.0134	RL115	-0.0329	0.0194	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW116	0.0061	RL116	0.0392	-0.0331	عائد محفظة الزخم اسلامي
RW1	0.3379	RL1	0.2291	0.1088	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW2	0.1754	RL2	0.2442	-0.0688	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW3	0.1814	RL3	0.2221	-0.0407	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW4	0.2062	RL4	0.2223	-0.0161	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW5	0.1654	RL5	0.0769	0.0885	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW6	0.1601	RL6	0.0401	0.12	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW7	0.137	RL7	0.0402	0.0968	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW8	0.132	RL8	0.0832	0.0488	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW9	0.1102	RL9	0.1395	-0.0293	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW10	0.0373	RL10	0.136	-0.0987	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW11	0.0373	RL11	0.2582	-0.2209	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW12	0.2265	RL12	0.2129	0.0136	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW13	0.3877	RL13	0.2033	0.1844	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW14	0.3613	RL14	0.124	0.2373	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW15	0.0792	RL15	0.068	0.0112	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW16	0.1087	RL16	0.3361	-0.2274	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW17	0.199	RL17	0.0838	0.1152	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW18	0.0782	RL18	0.2227	-0.1445	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW19	-0.0251	RL19	0.2644	-0.2895	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW20	-0.0185	RL20	0.2007	-0.2192	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW21	-0.0206	RL21	0.0514	-0.072	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW22	-0.1203	RL22	-0.018	-0.1023	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW23	0.0682	RL23	-0.0435	0.1116	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW24	-0.0573	RL24	-0.0713	0.0141	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW25	0.018	RL25	-0.0104	0.0283	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW26	0.0165	RL26	0.0485	-0.032	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW27	0.0741	RL27	0.0989	-0.0248	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW28	0.2559	RL28	0.1703	0.0856	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW29	0.1302	RL29	0.0002	0.13	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW30	0.1089	RL30	0.0881	0.0208	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW31	0.1172	RL31	0.0521	0.0652	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW32	0.1096	RL32	0.1033	0.0063	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
Rw33	0.0364	RL33	0.04	-0.0036	عائد محفظة الزخم غير اسلامي

RW34	0.0925	RL34	0.1286	-0.036	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW35	0.2863	RL35	-0.0528	0.3391	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW36	0.2663	RL36	-0.0391	0.3054	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW37	0.2036	RL37	0.0007	0.2029	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW38	0.0729	RL38	-0.0019	0.0748	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW39	0.0069	RL39	0.1	-0.0931	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW40	0.0531	RL40	0.1483	-0.0952	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW41	0.0649	RL41	0.0975	-0.0327	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW42	0.0968	RL42	0.11	-0.0133	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW43	0.0953	RL43	0.1329	-0.0376	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW44	0.0681	RL44	0.0727	-0.0046	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW45	0.0127	RL45	0.1105	-0.0977	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW46	-0.0239	RL46	0.0383	-0.0622	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW47	-0.0478	RL47	0.0048	-0.0526	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW48	0.0244	RL48	-0.0173	0.0417	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW49	0.1325	RL49	0.0152	0.1172	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW50	0.1257	RL50	0.0773	0.0484	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW51	0.1026	RL51	0.0449	0.0576	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW52	0.0735	RL52	0.0815	-0.008	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW53	0.0624	RL53	0.0697	-0.0072	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW54	0.0343	RL54	0.0833	-0.049	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW55	0.0144	RL55	0.0384	-0.024	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW56	0.0968	RL56	0.0795	0.0173	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW57	0.0877	RL57	0.0351	0.0526	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW58	0.1228	RL58	0.0268	0.096	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW59	0.1308	RL59	0.0351	0.0957	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW60	0.1282	RL60	-0.0366	0.1648	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW61	0.0724	RL61	-0.0187	0.0911	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW62	0.0873	RL62	0.0013	0.086	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW63	0.0104	RL63	-0.031	0.0414	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW64	0.0341	RL64	-0.0617	0.0957	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW65	0.0414	RL65	-0.0463	0.0877	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW66	0.0222	RL66	-0.0343	0.0565	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW67	0.0812	RL67	-0.0328	0.114	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW68	0.0823	RL68	-0.0325	0.1148	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW69	0.0762	RL69	-0.0895	0.1656	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW70	0.0682	RL70	-0.2178	0.286	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW71	0.0982	RL71	-0.1879	0.2861	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW72	0.0519	RL72	-0.1441	0.1961	عائد محفظة الزخم غير اسلامي

RW73	0.1641	RL73	-0.0139	0.178	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW74	0.1376	RL74	-0.0973	0.2349	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW75	0.1519	RL75	-0.0201	0.1719	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW76	0.1016	RL76	0.1462	-0.0446	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW77	0.0487	RL77	0.0899	-0.0412	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW78	-0.0007	RL78	0.0745	-0.0752	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW79	-0.0315	RL79	0.0673	-0.0989	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW80	-0.0278	RL80	0.0786	-0.1064	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW81	-0.025	RL81	0.0782	-0.1031	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW82	-0.026	RL82	0.0286	-0.0546	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW83	-0.0402	RL83	0.0495	-0.0897	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW84	0.012	RL84	0.044	-0.032	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW85	0.038	RL85	0.051	-0.013	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW86	0.0325	RL86	0.0374	-0.0049	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW87	0.0223	RL87	0.1062	-0.0839	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW88	0.0246	RL88	0.1596	-0.135	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW89	0.0809	RL89	0.1174	-0.0365	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW90	0.2296	RL90	0.1369	0.0927	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW91	0.2186	RL91	0.1358	0.0828	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW92	0.2489	RL92	0.1103	0.1386	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW93	0.1609	RL93	0.0612	0.0997	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW94	0.0855	RL94	0.024	0.0615	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW95	-0.0078	RL95	0.1312	-0.1391	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW96	0.08	RL96	0.0084	0.0716	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW97	0.0779	RL97	0.0325	0.0453	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW98	0.1728	RL98	0.0603	0.1125	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW99	0.2011	RL99	0.0601	0.141	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW100	0.2589	RL100	-0.06	0.3189	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW101	0.2224	RL101	0.0301	0.1923	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW102	0.1276	RL102	-0.0741	0.2016	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW103	0.0365	RL103	-0.1909	0.2274	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW104	-0.0289	RL104	-0.1319	0.103	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW105	0.0913	RL105	-0.1327	0.224	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW106	0.0627	RL106	-0.0982	0.1609	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW107	-0.021	RL107	-0.2047	0.1837	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW108	0.0505	RL108	-0.1258	0.1763	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW109	0.047	RL109	-0.1015	0.1485	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW110	0.0031	RL110	-0.2218	0.2249	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW111	-0.0821	RL111	-0.0589	-0.0232	عائد محفظة الزخم غير اسلامي

RW112	-0.1013	RL112	-0.0678	-0.0336	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW113	-0.0792	RL113	-0.0496	-0.0295	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW114	-0.0797	RL114	0.0609	-0.1406	عائد محفظة الزخم غير اسلامي
RW115	-0.0635	RL115	0.1754	-0.2389	عائد محفظة الزخم غير اسلامي

ملحق رقم (4) : عينة الشركات المدروسة

الشركات الاسلامية		القطاع
Nestle	NESTLE (MALAYSIA) BERHAD	الصناعات الغذائية
DIGI	DIGI.COM BERHAD	اتصالات
DIALOG	DIALOG GROUP BERHAD	طاقة
LOL	IOI CORPORATION BERHAD	زراعة
Press metal	PRESS METAL ALUMINIUM HOLDINGS BERHAD	صناعات معدنية
Axiata	AXIATA GROUP BERHAD	اتصالات
PPB	PPB GROUP BERHAD	الصناعات الغذائية
Kualalumpur	KUALA LUMPUR KEPONG BERHAD	الزراعة
SimeDarby	SIME DARBY BERHAD	Automotive
MICS	MISC BERHAD	النقل والمواصلات
Petronasgaz	PETRONAS GAS BERHAD	صناعات مختلفة
Tenaganasional	TENAGA NASIONAL BHD	كهرباء
Petronsdagangan	PETRONAS DAGANGAN BHD	تجارة
Topglove	TOP GLOVE CORPORATION BHD	صحة
الشركات غير الاسلامية		القطاع
CIMB	CIMB GROUP HOLDINGS BERHAD	بنوك
GENM	GENTING MALAYSIA BERHAD	سياحة وسفر
HAPS	HAP SENG CONSOLIDATED BERHAD	صناعات مختلفة
HLBB	HONG LEONG BANK BERHAD	بنوك
HLFG	HONG LEONG FINANCIAL GROUP BERHAD	بنوك
HTHB	Hartalega Holdings Bhd	صحة
KLCC	KLCC Property Holdings Bhd	عقارات
MBBM	Malayan Banking Bhd	بنوك
PUBM	PUBLIC BANK BERHAD	بنوك
RHB	RHB Bank Bhd	بنوك
TLMM	Telekom Malaysia Bhd	اتصالات
GENT	GENTING BERHAD	سياحة وسفر

