

تقييم اداء محافظ الزخم الاستثماري في سوق العراق للأوراق المالية دراسة تطبيقية في سوق العراق للمدة (2015- 2021)

Evaluating The Performance of Investment Momentum Portfolios in The Iraqi Stock Exchange An Applied Study in The Iraqi Market for The Period (2015-2021)

أ.د. عبد العزيز شويش عبد الحميد
Prof. Dr. Abdulaziz Shwish Abdul Hamid
Azizshwaish@yahoo.com
جامعة الامام جعفر الصادق (ع) صلاح الدين / تكريت
Imam Jaafar Al-Sadiq University/
Salah El-Din

م.د. وسام سامي جبار زينل
Lecturer. Dr. Wisam Sami Jabbar Zinal
wisam_sami@ntu.edu.iq
الجامعة التقنية الشمالية / معهد التقني / الحويجة
Northern Technical University/ Technical
Institute of Al-Hawija

المستخلص:

يهدف البحث الى اختبار استراتيجية زخم الاستثمار وتشكيل محفظتها وتقييم اداء محافظ الزخم الاستثماري في سوق العراق للأوراق المالية باعتباره ميدانا للتطبيق، والتعرف على اهم معايير والمحددات التي تؤثر في اختبار استراتيجية الزخم الاستثماري، فضلا عن تحديد أي من الاستراتيجيات الزخم هو الافضل في تحقيق الموائمة بين العائد والمخاطرة في سوق العراق للأوراق المالية، بالاستناد الى دراسة (Jagadeesh & Titman1993). وتم اختبار (16) استراتيجية زخم الاستثمار بالاستناد الى تقنيات المرجحة بالتساوي. وتوصل البحث الى مجموعة من الاستنتاجات من اهمها: ان تطبيق إستراتيجية الزخم الاستثماري في سوق العراق للأوراق المالية تحقق عوائد غير اعتيادية للمستثمرين، وبناءً على ذلك يمكن للمستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية تحقيق عوائد غير عادية عن طريق شراء الأسهم ذات الأداء المرتفع وبيع الأسهم ذات الأداء المنخفض. الكلمات المفتاحية: استراتيجية التداول، زخم الاستثمار، الاستثمار في الاسهم.

Abstract:

The research aims to test the investment momentum strategy and form its portfolio, evaluate the performance of investment momentum portfolios in the Iraqi Stock Exchange as a field of application, and identify the most important criteria and determinants that affect the testing of the investment momentum strategy, as well as determining which of the momentum strategies is the best in achieving alignment between returns And risk in the Iraqi stock market, according to a study (Jagadeesh & Titman1993). (16) investment momentum strategy was tested based on equally weighted techniques.

The research reached a set of conclusions, the most important of which are: The application of the investment momentum strategy in the Iraqi stock market achieves unusual returns for investors, and accordingly investors in the Iraqi Stock Exchange can achieve extraordinary returns by buying high-performance shares and selling high-performance shares low.

Keywords: trading strategy, investment momentum, investing in stocks.

1- المقدمة:

إن الهدف الرئيس للمستثمر هو تحقيق عائد مناسب على رأس المال المستثمر من خلال الاسترشاد بنظرية المحفظة التي تمثل أحد الابتكارات الأساسية في المجال المالي، فهي أكثر من مجرد مزيج من الاستثمارات لان العلاقة بين تلك الاستثمارات ستحدد العائد والمخاطر، تم بناء هذه النظرية وفقا لافتراض اساسي يتمثل بسعي المستثمرين في الحصول على أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطر، مما يعني إن تلك النظرية تسعى إلى تقليل المخاطر وزيادة العائد إلى الحد الأقصى من خلال تنويع الاوراق المالية في الاستثمار، ويتم إدارة تلك المحفظة من خلال اسلوب الادارة النشطة التي يعتقد أنصارها إمكانية التغلب على السوق من خلال إعطاء تركيز أكثر على الاستثمارات التي لديها أعلى احتمالية لتحقيق عوائد غير طبيعية، ذلك باتباع التحليل الفني بشكل أساسي على تغيرات الاسعار التاريخية وأحجام التداول، ولما كانت إستراتيجية زخم الاستثمار تبنى على مدى استمرارية اتجاه الاسعار في سعيها لتحقيق عوائد غير طبيعية، فإنها تندرج تحت هذا الاسلوب وعلى ضوء ذلك الاتجاه تتخذ القرارات الاستثمارية، مما يعني أن تلك الاستراتيجية تنتهك فرضية كفاءة السوق في شكلها الضعيف والمتمثل بعدم إمكانية الاعتماد على العوائد السابقة للموجودات للتنبؤ بعوائدها المستقبلية، وبعبارة أخرى عدم إمكانية تحقيق العوائد باستخدام الاتجاه التاريخي إذا كانت أسعار الموجودات تستجيب على

الفور للمعلومات الجديدة، تم اختبار إستراتيجية زخم الاستثمار على نطاق واسع من قبل الباحثين في المجال المالي على مدى السنوات القليلة الماضية باعتبارها إحدى التصدعات في فرضية كفاءة السوق، إذ أثبت عدد منهم إمكانية تلك الاستراتيجية على عوائد غير طبيعية على مدى 3-12 شهراً ناتجة عن المخاطر، ومن هنا جاء الدراسة الحالية لاختبار تلك الاستراتيجية في سوق العراق للأوراق المالية وتشكيل محفظتها والتعرف على مدى قدرتها على تحقيق عوائد أعلى معدلة بحسب المخاطر ومن ثم مقارنة أدائها مع أداء محفظة السوق.

2- منهجية البحث:

2-1 مشكلة الدراسة:

إن نهج استراتيجية الزخم الاستثمارية (MIS) فقد لقي اهتماماً كبيراً في البورصات العالمية من المستثمرين والباحثين والجهات نوات العلاقة في مختلف دول العالم، وقد كان ذلك موضوع اهتمام واسع من الدراسات والبحوث التي تناولت الموضوع من عدة زوايا مختلفة، لما له من أهمية واضحة في الاقتصادات الوطنية، وعليه فقد طرح الباحثان مجموعة من التساؤلات البحثية لتحديد طبيعة المشكلة وعلى النحو الآتي:

2-1-1 هل هناك استمرارية ذات دلالة إحصائية في اتجاه العوائد الإسهام في سوق العراق للأوراق المالية، للإفادة من تطبيق استراتيجية الزخم في تحقيق أرباح غير عادية.

2-1-2 مدى إمكانية استراتيجية زخم الاستثمار على تحقيق عوائد أعلى معدلة بحسب المخاطر في سوق العراق للأوراق المالية.

2-2 أهمية البحث:

يكتسب هذا البحث أهميته من أهمية المتغيرات قيد البحث والموضوع الذي تعالجه والميدان المختار للدراسة، إذ يسهم هذا البحث من خلال طرح الأطر النظرية لمتغيرات الدراسة المتمثلة ببناء استراتيجية زخم الاستثمار، وكما تتجلى أهمية البحث من خلال:

2-2-1 اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية عبر بوابة استراتيجية الزخم وإمكانيتها في تحقيق عوائد غير اعتيادية.

2-2-2 إن هذه الدراسة قد تمهد الطريق لأجراء المزيد من البحوث حول استراتيجية الزخم الاستثمارية في سوق العراق للأوراق المالية، الناشئة للدول العربية.

2-3 أهداف البحث:

يرتكز الهدف الأساس للبحث الحالي في إطار بيان بناء الاستراتيجيات الزخم الاستثمارية في سوق العراق للأوراق المالية، ويساهم بشكل فاعل في تنشيط الجانب الاقتصادي بشكل كبير، لذلك يستخلص من تلك العلاقات مكانة مرموقة تمكن الشركات العاملة في سوق العراق من كسب ميزة السمعة الجيدة. وبالتالي أسفرت هذه المنطلقات البحثية عن مجموعة من الأهداف كالاتي:

2-3-1 التعرف على إمكانية تحقيق أرباح عالية، نتيجة بناء استراتيجية الزخم في سوق العراق للأوراق المالية.

2-3-2 بيان مفهوم استراتيجية الزخم وتفسير معناه وتبيان أصل المفهوم والكتاب الذين تناولوا المصطلح وأبرز نتائجهم وأخر ما توصلوا اليه.

2-4 فرضية البحث:

تم صياغة فرضيات البحث كما يأتي:

2-4-1 لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال استراتيجيات الزخم في سوق العراق للأوراق المالية.

2-4-2 لا تحقق استراتيجيات محافظ الزخم أداء أفضل من أداء محفظة سوق العراق للأوراق المالية مقاساً بالعوائد المعدلة بحسب المخاطر.

2-5 حدود البحث:

يمكن تقسيم حدود هذا البحث كالاتي:

2-5-1 الحدود الموضوعية: تشمل الحدود الموضوعية بمتغيرين وهي (استراتيجية زخم الاستثمار، العوائد والمخاطرة).

2-5-2 الحدود المكانية: وهي تتعلق بالجانب الميداني للدراسة لاختبار فرضيات البحث والاجابة عن الأسئلة البحثية المثارة، وقد تم اختيار سوق العراق للأوراق المالية، بالإضافة الى بيانات (15) شركات.

2-5-3 الحدود الزمانية: تم اعتماد البيانات الشهرية لأسعار الإغلاق للأسواق ولإسهام الشركات عينة البحث خلال المدة من 1/1/2015 ولغاية 31/12/2021.

2-6 عينة البحث:

شمل عينة البحث عدد من الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية من عام 2015 إلى 2021، الجدول (1) عينة الشركات البحث المدرجة في مؤشر سوق العراق للأوراق المالية:

الجدول (1) الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة	رمز الشركة	ت	اسم الشركة	رمز الشركة
1	المصرف التجاري	BCOI	9	المعمورة العقارية	SMRI
2	مصرف بغداد	BBOB	10	بغداد العراق للنقل العام	SBPT
3	المصرف الشرق الأوسط	BIME	11	الصناعات الكيماوية	INCP
4	المصرف الأهلي العراقي	BNOI	12	فندق فلسطين	HPAL
5	مصرف اشور	BASH	13	فندق بابل	HBAY
6	مصرف المنصور	BMNS	14	فندق كربلاء	HKAR
7	المصرف المتحد	BUND	15	تسويق المنتجات الزراعية	AIRP
8	اسيا اسيل	TASC			

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على التقارير السنوية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

3- استراتيجيات زخم الاستثمار

3-1 فلسفة استراتيجيات زخم الاستثمار:

يعتبر العالم اسحاق نيوتن (Isaac Newton) من أشهر العلماء الذين اثرو في حياة الانسانية وقدم العديد من النظريات والتفسيرات العلمية والاحصائية، لم يكن متوقفاً هو انه يوماً ما سيضع أسس واحدة من أكثر الاستراتيجيات الاستثمارية في الأسواق شهرة وهي استراتيجية الزخم (Al-Zobaie,2017:64). ومن هذا المنطلق لأجل توضيح مفهوم الاستراتيجية الزخم ينبغي علينا اولا ان نوضح مفهوم الزخم والذي يعود اساسا الى قانون نيوتن (Newton) للحركة والمعروفة بقانون الزخم تم نشره عام 1687 في كتابه الشهير (الاصول الرياضية للفلسفة الطبيعية) والذي ينص على (ان الجسم المتحرك في خط مستقيم يبقى كذلك للابد ما لم تؤثر عليه قوة خارجية تدفعه او تسحب) (Bird&Ross,2015:136)، ويمكن أن نعكس ذلك على الأسواق المالية وحركة الأسعار بها، إذ يمثل الزخم ميل سعر الموجود للاستمرار بالحركة في اتجاه معين (Romau & Seeajuddin,2001:138)، ولتمثيل الاستمرارية في حركة السعر في السوق المالية فإن ذلك يكون ممكناً عن طريق دور الزخم في قياس النسبة التي يتغير بها السعر سواء بالارتفاع او الانخفاض ففي علم الرياضيات ان ميل الخط هو المشتقة الاولى والتغير في الميل هو المشتقة الثانية ومن ثم فإن انحدار خط الاتجاه الخاص بالسعر (Trend) سيتمثل بالمشتقة الاولى في حين سيتمثل المشتقة الثانية مقدار الزخم الذي يعانيه خط السعر والذي يمثل مقدار التغير في ميل خط اتجاه السعر وعليه فهو شبيه بمبدأ التعجيل والتباطؤ (KirkpatrickII,2012:429)، ويمثل الزخم احد استراتيجيات المحفظة النشطة الذي يعتمد على مدى استمرارية الاتجاه وقد طبق على عدة معلمات كزخم الأسعار باعتباره فرع من فروع التحليل الفني وتطور أكثر ليطبق على زخم العوائد وزخم المبيعات فضلاً عن العديد من المعلمات الأخرى (Liem,2011:71).

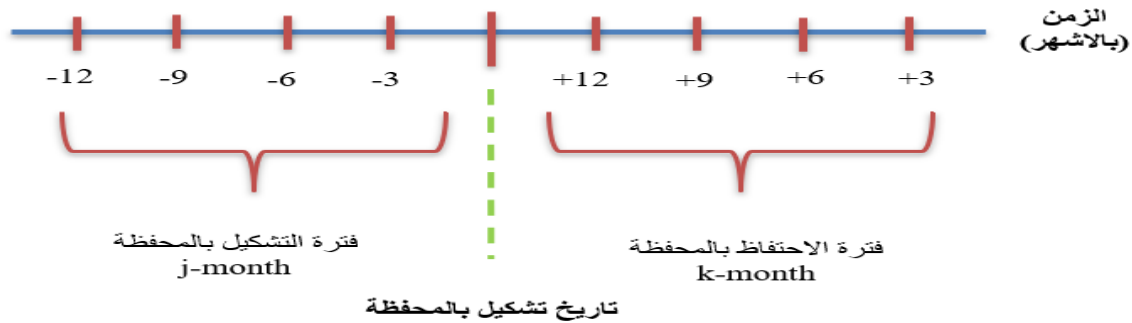
تم دراسة الزخم من قبل (Jagadeesh & Titman) عام 1993 حول اختبار الاسواق الأوراق المالية، ووجدوا ان الاستراتيجيات المبنية على العوائد السابقة يمكن أن تحقق عوائد غير طبيعية مما يعني ان العوائد السابقة لها قوة تنبؤية بالعوائد المستقبلية وهو ما يتعارض مع نظرية السوق الكفوء (Pasaribu,2019:32)، والتي تشير إلى ان سوق الأسهم يتسم بالكفاءة، مما يعني ان أسعار الأسهم في أي وقت تعكس وبشكل كامل جميع المعلومات المتاحة وان الطريقة الوحيدة لتحقيق عوائد أعلى هي تحمل المزيد من المخاطر أو عن طريق الحظ، وان الشيء الوحيد الذي يؤثر على سعر السهم هو المعلومات الجديدة كالاستحواذ والأرباح غير المتوقعة وان تلك المعلومات يصعب التنبؤ بها لأنها تأتي بشكل عشوائي، ويشير المستوى الضعيف من تلك الكفاءة إلى ان التحركات السابقة لأسعار الأسهم لا تؤثر على تحركاته المستقبلية (Sjoberck&Verngen,2019:9)، وهو ما يتوافق مع نظرية السير العشوائي التي تنص على ان تحركات الأسعار لن تتبع اتجاهات معروفة وبالتالي من خلال معرفة الأسعار السابقة لا يمكن التنبؤ بحركات الأسعار المستقبلية (Hunja,2020:1). وعلى هذا الاساس يعرف الزخم على انه (السرعة او الميل الذي يرتفع او ينخفض به سعر السهم او الموجود) (Arnold,1993:71)، فيعد الزخم هو التغير في السعر الحالي مقارنة بمدة زمنية سابقة (McDowell,2008:135)، بناءً على ما سبق فان مفهوم استراتيجية الزخم الاستثمارية يشير الى شراء الاسهم التي كان ادائها جيداً في الماضي (الاسهم الراحبة) خلال فترة ثلاثة اشهر الى اثني عشر شهراً، والاحتفاظ بها لمدة ثلاثة شهور الى اثني عشر شهراً، ثم بيع الاسهم الخاسرة في الماضي في الفترة نفسها، ان ذلك سيولد ارباحاً غير عادية خلال السنة، وان الاسهم الراحبة تبقى رابحة، والاسهم الخاسرة تبقى خاسرة خلال هذه الفترات (Al-Otaibi et al.,2009:421)، او هي الاستراتيجية الاستثمارية المبنية على مبدأ الاستثمار بالأوراق المالية والموجودات التي ادت بشكل جيد (سيء) في الماضي لأنها ستميل الى استمرار بالأداء الجيد (السيء) في المستقبل (Al-Zobaie,2017:65).

3-2 اقسام او تشكيل استراتيجية الزخم الاستثماري:

من اجل اختبار الزخم الاستثماري في الاسواق المالية، تم تشكيل مجموعة من استراتيجيات للزخم والتي تعبر عن استراتيجيات للاستثمار. وذلك بالأسناد الى دراسة (Jagadeesh & Titman 1993)، فيما يلي عرض الخطوات: (وردة، 2018: 68)

3-2-1 فترات التشكيل والاحتفاظ:

تشمل كل استراتيجية للزخم على فترتين: الفترة الاولى؛ فترة التشكيل Formation Period كمل يطلق عليها بفترة التصنيف او وضع الرتب Ranking Period، وهي تعبر عن عدد الاشهر التي تشكل خلالها محفظة الزخم (Siganos, 2004: 184). الفترة الثانية؛ فترة الاحتفاظ Holding Period والتي يطلق عليها ايضا بفترة الاختبار Test Period او فترة الاستثمار Investment Period او فترة التقييم Evaluation Period، وهي تعبر عن عدد الاشهر التي يتم فيها الاحتفاظ بالمحفظة بعد تشكيلها، وقد عرف بانها الفترة التي يبقى فيها المستثمر على استثماراته (Vas & Absalonsen, 2014: 46). وتستند استراتيجية الزخم على حساب العوائد الشهرية لاسهم الشركات خلال (J = 12, 9, 6, 3) أشهر وهي فترة التشكيل، ومن ثم مراقبة سلوك العوائد الشهرية لهذه الاسهم خلال فترة الاحتفاظ (K = 12, 9, 6, 3) أشهر، وهي نفس الاستراتيجية التي استند لها (Jagadeesh & Timan 1993)، يوضح الشكل (1) الخط الزمني لتشكيل استراتيجيات الزخم.



الشكل (1) يوضح الخط الزمني لتشكيل محافظ الزخم المختلفة

Source :Warda, Al-Mogheer Ismail (2018), Profitability of Momentum Strategies in the Arab Financial Markets - An Applied Study on the Damascus Stock Exchange and the Iraq Stock Exchange, Master Thesis, Tishreen University, Faculty of Economics, Syria

3-2-2 الـ 16 استراتيجيات الزخم الاستثماري:

تتكون استراتيجيات الزخم الاستثماري الـ 16 الى اربعة اقسام وذلك حسب تسلسل الاشهر السابقة والاحتفاظ بها: (Al Muhairi, 2011: 124) (Al-Otaibi et al., 2009: 421) (Abdul Qadir, 2015: 17)

1. **استراتيجية الأشهر الثلاثة السابقة:** وهذه الاستراتيجية تتكون من اربع استراتيجيات فرعية منها: الاستراتيجية (3-3) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لثلاثة اشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة ثلاثة اشهر لاحقة، واستراتيجية (6-3) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لثلاثة اشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة ستة اشهر لاحقة، واستراتيجية (9-3) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لثلاثة اشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة تسعة اشهر لاحقة، واستراتيجية (12-3) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لثلاثة اشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة اثني عشر شهراً لاحقة.

2. **استراتيجية الأشهر الستة السابقة:** وهذه الاستراتيجية تتكون من اربع استراتيجيات فرعية منها: الاستراتيجية (6-6) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لستة اشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة ثلاثة اشهر لاحقة، واستراتيجية (6-6) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لستة اشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة ستة اشهر لاحقة، واستراتيجية (9-6) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لستة اشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة تسعة اشهر لاحقة، واستراتيجية (12-6) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لستة اشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة اثني عشر شهراً لاحقة.

3. **استراتيجية الأشهر التسعة السابقة:** وهذه الاستراتيجية تتكون من اربع استراتيجيات فرعية منها: الاستراتيجية (9-9) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لتسعة اشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة ثلاثة اشهر لاحقة، واستراتيجية (9-9) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لتسعة اشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة ستة اشهر لاحقة، واستراتيجية (9-9) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لتسعة اشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة تسعة اشهر لاحقة، واستراتيجية (12-9) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لتسعة اشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة اثني عشر شهراً لاحقة.

ومن ثم تم بناء استراتيجيات الزخم بالاستناد الى استراتيجية المتبعة في دراسة (Jagadeesh & Timan 1993) حيث تم تشكيل 16 استراتيجية للزخم، وتم إعطاء اوزان متساوية للأسهم. وتم تصنيف او ترتيب أسهم الشركات بحسب عوائدهم التراكمية او التجميعية ترتيبا تنازليا من الأعلى الى الأقل عائدية (Siganos,2004:190). بالاستناد الى هذا الترتيب تم انشاء ثلاث محافظ من أسهم الشركات كل محفظة تحوي أسهم الشركات ذات اعلى 32% من العوائد (الأداء الأفضل) خلال فترة التشكيل J يطلق عليها بمحفظة الرابحين Winners Portfolios، محفظة تحوي أسهم الشركات ذات أدنى 32% من العوائد (الأدنى أداء) خلال فترة تشكيل J تطلق عليها بمحفظة الخاسرين، ومحفظة وسطى تحوي ال 36% المتبقية من أسهم الشركات (كما في دراسة (Rouwenhorst,1999).

وتم تشكيل كل من محفظة الرابحين ومحفظة الخاسرين لكل استراتيجيات الزخم الـ 16، وتم الاحتفاظ بهذه المحافظ خلال فترة الاحتفاظ K لمراقبة سلوك عوائدها.

والجدول (2) يوضح لنا نسب تشكيل محافظ الرابحين والخاسرين في سوق العراق للأوراق المالية

الجدول (2) نسب تشكيل محافظ الرابحين والخاسرين في سوق العراق للأوراق المالية

محفظة الخاسرين		محفظة الرابحين		نسبة الورقة المالية الواحدة / عدد الأوراق المالية عند تشكيل المحفظة	عدد الأوراق المالية
نسبة عدد الأوراق المالية في محفظة الخاسرين / عدد الأوراق المالية عند تشكيل المحفظة	عدد الأوراق المالية في محفظة الخاسرين	نسبة عدد الأوراق المالية في محفظة الرابحين / عدد الأوراق المالية عند تشكيل المحفظة	عدد الأوراق المالية في محفظة الرابحين		
33.33%	1	33.33%	1	33.33%	3
25.00%	1	25.00%	1	25.00%	4
20.00%	1	20.00%	1	20.00%	5
33.33%	2	33.33%	2	16.67%	6
28.57%	2	28.57%	2	14.29%	7
25.00%	2	25.00%	2	12.5.0%	8
33.33%	3	33.33%	3	11.11%	9
30.00%	3	30.00%	3	10.00%	10
27.27%	3	27.27%	3	9.09%	11
33.33%	4	33.33%	4	8.33%	12
30.77%	4	30.77%	4	7.69%	13
28.57%	4	28.57%	4	7.14%	14
33.33%	5	33.33%	5	6.67%	15

المصدر: من اعداد الباحثان

تم تشكيل كل من استراتيجيات الزخم الـ 16، وبحسب دراسة (Jagadeesh & Titman,1993) (Vas & Absalonsen,2014:126)، سنقوم بإعادة تشكيل المحافظ لعدة مرات خلال فترة الدراسة من كانون الثاني 2015 وحتى كانون الأول 2021 في سوق العراق للأوراق المالية، وفقا لكل استراتيجية كما في الجدول (3).

الجدول (3) عدد مرات إعادة التشكيل المحافظ ضمن استراتيجيات الزخم المختبرة في سوق عراق خلال فترة الدراسة (كانون الثاني 2015- كانون الأول 2021)

ت	استراتيجيات الزخم (K/J)	عدد مرات إعادة كل استراتيجية المحافظ ضمن كل استراتيجية	ت	استراتيجيات الزخم (K/J)	عدد مرات إعادة كل استراتيجية المحافظ ضمن كل استراتيجية
1	استراتيجية 1 (3/3)	28 مرة	9	استراتيجية 9 (3/9)	9 مرة
2	استراتيجية 2 (6/3)	28 مرة	10	استراتيجية 10 (6/9)	9 مرة
3	استراتيجية 3 (9/3)	27 مرة	11	استراتيجية 11 (9/9)	9 مرة
4	استراتيجية 4 (12/3)	26 مرة	12	استراتيجية 12 (12/9)	8 مرة
5	استراتيجية 5 (3/6)	14 مرة	13	استراتيجية 13 (3/12)	7 مرة

6	استراتيجية 6 (6/6)	14 مرة	14	استراتيجية 14 (6/12)	7 مرة
7	استراتيجية 7 (9/6)	13 مرة	15	استراتيجية 15 (9/12)	6 مرة
8	استراتيجية 8 (12/6)	13 مرة	16	استراتيجية 16 (12/12)	6 مرة

المصدر: من اعداد الباحثان

2-4 حساب عوائد المحافظ الربح والخاسر والزخم خلال فترة الاحتفاظ في سوق العراق للأوراق المالية:

بعد ترشيح عوائد محافظ الربح والخاسر، تم حساب عوائد كل محفظة خلال فترة الاحتفاظ أو ما يسمى بمتوسط العوائد التراكمية للأسهم خلال فترة الاحتفاظ (AL- Muhairi, 2011, 102) مع إعطاء اوزان متساوية للأسهم وفق الصيغة الآتية:

$$CR_P(K) = \frac{\sum_{i=1}^N CR_i(K)}{N} \dots \dots (2)$$

اذ ان:

$CR_P(K)$ = عائد المحفظة P خلال فترة الاحتفاظ K

$CR_i(K)$ = العائد التراكمي لكل سهم من أسهم المحفظة خلال فترة الاحتفاظ والذي يحسب وفق الصيغة:

$$CR_i(K) = \sum_{t=1}^K R_{i,t} \dots \dots (3)$$

اذ ان:

N = عدد الأسهم داخل المحفظة

K = عدد اشهر فترة الاحتفاظ

تم تكرار العملية السابقة ضمن استراتيجية الواحدة أكثر من مرة بحسب عدد مرات إعادة تشكيل المحافظ خلال فترة الدراسة (2015-2021).

بناءً على عوائد محافظ الخاسر والربح، تم حساب عائد محفظة الزخم أو ما يطلق عليها بمحفظة الشراء – البيع Buy – Sell، او محفظة الربح – الخاسر Winners- Losers، من خلال اخذ عائد محفظة الربح مطروحا منه عائد محفظة الخاسر وفق الصيغة الآتية والمعتمدة من قبل (Khan et al., 2016):

$$CR_M = CR_W - CR_L \dots \dots (4)$$

اذ ان:

CR_M = عائد محفظة الزخم

CR_W = عائد محفظة الربح

CR_L = عائد محفظة الخاسر

ومن اجل الحصول على متوسط عوائد كل محفظة خلال الاستراتيجية الواحدة، تم في البدء الحصول على مجموع عوائد كل محفظة على حدة (الزخم، الربح، الخاسر) خلال فترات الاحتفاظ وفق الاستراتيجية الواحدة (أي تتضمن كل استراتيجية عدد من فترات التشكيل والاحتفاظ بحسب طول هذه الفترات على سبيل، استراتيجية (3تشكيل/3 احتفاظ) يتم خلالها إعادة تشكيل المحافظ والاحتفاظ بها 28 مرة انظر جدول (3) وبالتالي يوجد عائد خلال فترة الاحتفاظ لكل محفظة على حدة في ظل هذه الاستراتيجية، ومن ثم تقسيم مجموع عوائد المحفظة على عدد فترات الاحتفاظ (بمعنى عدد مرات إعادة التشكيل خلال الاستراتيجية) كما موضح في الجدول (3)، وفق الصيغة الآتية : (Signos, 2004)

$$PR = \frac{\sum_{t=1}^T CR_P(K)}{H} \dots \dots (5)$$

اذ ان:

PR = عائد محفظة (محفظة الزخم، ومحفظة الربح، ومحفظة الخاسر) خلال الاستراتيجية الواحدة

H = عدد فترات الاحتفاظ خلال الاستراتيجية الواحدة

الجدول (4) يوضح متوسط عوائد استراتيجيات الزخم الاستثماري في سوق العراق للأوراق من فترة 2015 حتى 2021.

الجدول (4) متوسط عوائد استراتيجيات الزخم في سوق العراق للأوراق المالية

K- month فترات التشكيل				J-month فترات الاحتفاظ	
12-month	9-month	6-month	3-month		
0.19907 1.568 0.130	0.21443 1.443 0.162	0.11458 0.680 0.502	0.1608 0.694 0.494	عائد محفظة الراحين مؤشر الاختبار قيمة الاحتمالية	3-month
0.06707 0.543 0.592	0.07013 0.494 0.625	0.15234 0.994 0.329	0.13424 0.705 0.487	عائد محفظة الخاسرين مؤشر الاختبار قيمة الاحتمالية	
0.132 1.340 0.193	0.14429 1.385 0.178	-0.03775 -0.338 0.738	0.02663 0.132 0.896	عائد محفظة الزخم مؤشر الاختبار قيمة الاحتمالية	
0.08405 -2.372 0.08*	0.09997 -1.006 0.123	0.0279 0.277 0.786	0.05481 0.357 0.727	عائد محفظة الراحين مؤشر الاختبار قيمة الاحتمالية	6-month
0.0328 0.415 0.686	-0.00401 -0.032 0.972	-0.0175 -0.150 0.883	-0.00819 -0.068 0.947	عائد محفظة الخاسرين مؤشر الاختبار قيمة الاحتمالية	
0.0512 0.752 0.468	0.10398 1.208 0.250	0.0454 0.480 0.640	0.063 0.378 0.711	عائد محفظة الزخم مؤشر الاختبار قيمة الاحتمالية	
0.08468 -1.870 0.041**	0.04397 0.512 0.624	0.0754 0.621 0.552	0.0952 0.506 0.27	عائد محفظة الراحين مؤشر الاختبار قيمة الاحتمالية	9-month
-0.0087 -0.110 0.915	-0.02785 -0.324 0.755	-0.0282 -0.249 0.810	-0.04285 -0.533 0.609	عائد محفظة الخاسرين مؤشر الاختبار قيمة الاحتمالية	
0.0934 0.889 0.404	0.07182 0.874 0.408	0.1037 -2.325 0.066*	0.1381 0.761 0.469	عائد محفظة الزخم مؤشر الاختبار قيمة الاحتمالية	
0.0964 -1.842 0.071*	0.04098 0.601 0.568	0.04375 0.543 0.610	0.1215 1.016 0.349	عائد محفظة الراحين مؤشر الاختبار قيمة الاحتمالية	12-month
-0.0012 -0.037 0.972	-0.0303 -0.840 0.439	-0.02243 -0.392 0.712	0.03953 0.321 0.759	عائد محفظة الخاسرين مؤشر الاختبار قيمة الاحتمالية	
0.0976 2.184 0.081*	0.07126 1.805 0.131	0.06618 1.341 0.237	0.08197 0.752 0.480	عائد محفظة الزخم مؤشر الاختبار قيمة الاحتمالية	

***, **, * تشير الى مستويات دلالة 10%, 5%, 1% على التوالي

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

يعرض الجدول (4) متوسط عوائد محافظ الراحين ومحافظ الخاسرين ومحافظ الزخم في ظل كل استراتيجية من استراتيجيات التداول او الاستثمار الـ 16 التي تم تشكيلها خلال الفترة منذ كانون الثاني 2015 حتى كانون الأول 2021 في سوق العراق للأوراق المالية.

بالنظر الى عوائد محافظ الراحين نلاحظ 16 استراتيجية تولد عوائد موجبة، الا ان ثلاثة منها فقط ذات دلالة معنوية عند مستوى 10% و5% وهي،

- أ- استراتيجية (6 تشكيل / احتفاظ 12) تولد عائداً 8.405 % شهرياً.
- ب- استراتيجية (9 تشكيل / احتفاظ 12) تولد عائداً 8.468 % شهرياً.
- ت- استراتيجية (12 تشكيل / احتفاظ 12) تولد عائداً 9.64 % شهرياً.

فيما يخص محافظ الربحين، الى انه يجب الاستثمار في المحافظ ذات فترات التشكيل الأطول مقارنة بفترات التشكيل الأقصر لتحقيق عوائد إيجابية. وتأتي عوائد محافظ الربحين بالشكل الذي يدعم أثر الزخم، حيث ان الربحين السابقين يستمرون في تحقيق عوائد إيجابية موجبة في المستقبل الى ذلك، يمكن للمستثمرين تحقيق عوائد غير عادية من خلال اختيار الأسهم ذات الأداء الأعلى بالاستناد الى عوائدها في الأشهر الـ (12، 9، 6) السابقة ومن ثم الاحتفاظ بهذه الأسهم لمدة 12 شهر. بالنظر الى عوائد محافظ الخاسرين، فأنا نلاحظ وجود ست استراتيجيات تولد عوائد موجبة من بين الـ 16 استراتيجية، ولم تحقق أي من هذه الاستراتيجيات ذات دلالة معنوية.

في هذه الحالة فانه المستثمرون لا يحققون عوائد غير اعتيادية في المحافظ الخاسرين لسوق العراق للأوراق المالية. بالنظر الى محافظ الزخم، نلاحظ ان خمسة عشر استراتيجية تولد عوائد موجبة من بين الـ 16 استراتيجية، الا ان اثنين منها فقط ذات دلالة معنوية وهي:

أ- استراتيجية (9 تشكيل / احتفاظ) تولد عائداً 10.37% شهرياً.

ب- استراتيجية (12 تشكيل / احتفاظ) تولد عائداً 9.76% شهرياً.

يشير هذا الى وجود أثر الزخم في محافظ الزخم وان كان الدليل ضعيفاً نظراً لوجود استراتيجيتين. بناءً على ذلك يمكن للمستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية تحقيق عوائد غير عادية من خلال شراء الأسهم ذات الأداء المرتفع خلال الأشهر (التسعة والاثني عشر) السابقة وبيع الأسهم ذات الأداء المنخفض في الأشهر (التسعة والاثني عشر) السابقة والاحتفاظ بهذه المحفظة لمدة (ستة واثني عشرة شهراً) ، وعليه نرفض الفرضية الأولى للدراسة التي تنص انه (لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال استراتيجيات الزخم في سوق العراق للأوراق المالية)، ونقبل الفرضية البديلة التي تشير الى انه (يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال استراتيجيات الزخم في سوق العراق للأوراق المالية) اي وهو ما يشير وفقاً لهذا الاستراتيجية الى كون المستثمرين قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال شراء الأسهم الشركات التي أدائها ممتاز (حققت عوائد موجبة) وبيع الأسهم الشركات التي كان أدائها سيئاً (حققت عوائد سالبة) خلال الأشهر الـ 12، 9، 6 السابقة والاحتفاظ بهذه المحفظة لمدة (6، 12) اشهر لتحقيق عائداً مقدارها 10.37% و 9.76% على التوالي.

4-3 تقييم أداء محافظ استراتيجيات الزخم وفق نموذج (Treynor) في سوق العراق للأوراق المالية :

قدم (Treynor) مقياساً لأداء المحفظة الاستثمارية فهذا مقياس مشابه لمقياس (Sharpe) من حيث مكوني البسط والمعبّر عنهما بعلاوة المخاطرة فالفرق الاساس بينهما ان مقياس (Treynor) يهتم فقط بالمخاطرة النظامية وعليه فهي مقدار العائد لكل وحدة من المخاطر النظامية وهذا متأب من افتراضه ان التنوع الجيد للمحفظة يخلص المستثمر من المخاطرة اللانظامية وتبقى النظامية فقط المقاسة بمعامل بيتا (Vysniauskas & Rutkauskas, 2014:403)، ويمكن التعبير عنه وفق المعادلة الاتية: (Marios, 2014:31)

$$T_R = \frac{R_p - R_f}{\beta_p} \dots \dots \dots (6)$$

اذ ان:

T_R = مؤشر ترينور

β_p = معامل بيتا للمحفظة

4-3-1 تقييم أداء المحافظ الربحين وفق نموذج (Treynor) في سوق العراق للأوراق المالية:

نلاحظ من الجدول (5) نتائج قياس (Treynor) لجميع المحافظ وفق استراتيجيات الزخم الـ 16، التي تم استخدامها في تكوين المحافظ الربحين. وإذا تساءلنا عن أي من الاستراتيجيات الزخم الـ 16 حققت أفضل أداء، فان التحليل اظهر أن المحفظة المكونة بين استراتيجيات تشكيل 3، استراتيجية 3 (3 تشكيل / احتفاظ) حققت أفضل أداء بنسبة (0.14866) مقارنةً بالمحافظ الأخرى. وبين استراتيجيات تشكيل 6، استراتيجية 7 (6 تشكيل/ 6 احتفاظ) بنسبة (0.178947) مقارنةً بالمحافظ الأخرى، وبين استراتيجيات تشكيل 9، استراتيجية 9 (9 تشكيل/ 3 احتفاظ) بنسبة (0.082295) مقارنةً بالمحافظ الأخرى، وبين استراتيجيات 12، استراتيجية 13 (12 تشكيل/ 3 احتفاظ) بنسبة (0.106275) مقارنةً بالمحافظ الأخرى. علماً أن قاعدة القرار في نسبة (Treynor) هي النسبة الأكبر، أي كلما كانت النتائج أعلى دل ذلك على الأداء الأفضل للمحفظة.

الجدول (5) تقييم أداء المحافظ الراحين وفق استراتيجيات الزخم الـ 16 في سوق العراق للأوراق المالية

تشكيل الاستراتيجية	الاستراتيجيات	RP	RF	RP-RF	Beta P	Treynor	تسلسل
تشكيل 3	استراتيجية 1 (3/3)	0.16088	0.01075	0.11768	0.71931	0.07421	3
	استراتيجية 2 (6/3)	0.114589	0.01075	0.071389	0.71931	0.00986	4
	استراتيجية 3 (9/3)	0.214431	0.01075	0.171231	0.71931	0.14866	1
	استراتيجية 4 (12/3)	0.199077	0.01075	0.155877	0.71931	0.12731	2
تشكيل 6	استراتيجية 5 (3/6)	0.134247	0.0215	0.112747	0.731166	0.154201	2
	استراتيجية 6 (6/6)	0.15234	0.0215	0.13084	0.731166	0.178947	1
	استراتيجية 7 (9/6)	0.070134	0.0215	0.048634	0.731166	0.066515	3
	استراتيجية 8 (12/6)	0.067072	0.0215	0.045572	0.731166	0.062328	4
تشكيل 9	استراتيجية 9 (3/9)	0.095212	0.03225	0.062962	0.765081	0.082295	1
	استراتيجية 10 (6/9)	0.075422	0.03225	0.043172	0.765081	0.056428	3
	استراتيجية 11 (9/9)	0.043967	0.03225	0.011717	0.765081	0.015315	4
	استراتيجية 12 (12/9)	0.084679	0.03225	0.052429	0.765081	0.068527	2
تشكيل 12	استراتيجية 13 (3/12)	0.121497	0.0432	0.078297	0.736743	0.106275	1
	استراتيجية 14 (6/12)	0.043755	0.0432	0.000555	0.736743	0.000753	4
	استراتيجية 15 (9/12)	0.040984	0.0432	-0.00222	0.736743	-0.00301	3
	استراتيجية 16 (12/12)	0.096424	0.0432	0.053224	0.736743	0.072242	2

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج الحاسبة

2-3-4 تقييم أداء محافظ الخاسرين وفق نموذج (Treynor) في سوق العراق للأوراق المالية:

ويشير الجدول (6) نتائج قياس (Treynor) لجميع المحافظ وفق استراتيجيات الزخم الـ 16، التي تم استخدامها في تكوين المحافظ الخاسرين. وإذا تساءلنا عن أي من استراتيجيات الزخم الـ 16 حققت أفضل أداء، فإن التحليل اظهر أن المحفظة المكونة بين استراتيجيات تشكيل 3، استراتيجية 2 (تشكيل/احتفاظ 3) حققت أفضل أداء بنسبة (0.193255) مقارنةً بالمحافظ الأخرى. وبين استراتيجيات تشكيل 6، استراتيجية 8 (تشكيل/احتفاظ 12) بنسبة (0.014944) مقارنةً بالمحافظ الأخرى، وبين استراتيجيات تشكيل 9، استراتيجية 12 (تشكيل/احتفاظ 12) بنسبة (-0.05907) مقارنةً بالمحافظ الأخرى، وبين استراتيجيات 12، استراتيجية 13 (تشكيل/احتفاظ 3) بنسبة (-0.00482) مقارنةً بالمحافظ الأخرى. علماً أن قاعدة القرار في نسبة (Treynor) هي النسبة الأكبر، أي كلما كانت النتائج أعلى دل ذلك على الأداء الأفضل للمحفظة.

الجدول (6) تقييم أداء محافظ الخاسرين وفق استراتيجيات الزخم الـ 16 في سوق العراق للأوراق المالية

تشكيل الاستراتيجية	الاستراتيجيات	RP	RF	RP-RF	Beta P	Treynor	تسلسل
تشكيل 3	استراتيجية 1 (3/3)	0.13425	0.01075	0.1235	0.73266	0.168564	2
	استراتيجية 2 (6/3)	0.15234	0.01075	0.14159	0.73266	0.193255	1
	استراتيجية 3 (9/3)	0.07013	0.01075	0.05938	0.73266	0.081047	3
	استراتيجية 4 (12/3)	0.06707	0.01075	0.05632	0.73266	0.076871	4
تشكيل 6	استراتيجية 5 (3/6)	0.0082-	0.0215	-0.0297	0.75814	-0.03917	3
	استراتيجية 6 (6/6)	0.0175-	0.0215	-0.039	0.75814	-0.05144	4
	استراتيجية 7 (9/6)	0.004-	0.0215	-0.0255	0.75814	-0.03363	2
	استراتيجية 8 (12/6)	0.03283	0.0215	0.01133	0.75814	0.014944	1
تشكيل 9	استراتيجية 9 (3/9)	0.0428-	0.03225	-0.07505	0.693277	-0.10825	4
	استراتيجية 10 (6/9)	0.0282-	0.03225	-0.06045	0.693277	-0.08719	3
	استراتيجية 11 (9/9)	0.0278-	0.03225	-0.06005	0.693277	-0.08662	2
	استراتيجية 12 (12/9)	0.0087-	0.03225	-0.04095	0.693277	-0.05907	1
تشكيل 12	استراتيجية 13 (3/12)	0.03953	0.0432	-0.00367	0.76131	-0.00482	1
	استراتيجية 14 (6/12)	0.0224-	0.0432	-0.0656	0.76131	-0.08617	3
	استراتيجية 15 (9/12)	0.0303-	0.0432	-0.0735	0.76131	-0.09654	4
	استراتيجية 16 (12/12)	0.0012-	0.0432	-0.0444	0.76131	-0.05832	2

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج الحاسبة

3-4-3 تقييم أداء المحافظ الزخم وفق نموذج (Treydor) في سوق العراق للأوراق المالية:

ويشير الجدول (7) نتائج قياس (Treydor) لجميع المحافظ وفق استراتيجيات الزخم الـ 16، التي تم استخدامها في تكوين المحافظ الزخم فضلاً عن محفظة السوق. وإذا تساونا عن أي من الاستراتيجيات الزخم الـ 16 حققت أفضل أداء مقارنة مع محفظة السوق، فإن التحليل أظهر أن المحفظة المكونة بين استراتيجيات تشكيل 3، استراتيجية (1، 2) حققت أفضل أداء بنسبة (6.065036) و (1.241241) على التوالي مقارنة بمحفظة السوق، أما محفظة السوق فقد حققت أفضل أداء بنسبة (-0.08981) و (-0.07814) على التوالي مقارنة باستراتيجية (3، 4). وبين استراتيجيات تشكيل 6، استراتيجية 6 حققت أفضل أداء بنسبة (-0.08115) مقارنة بالمحفظة السوق، أما محفظة السوق حققت أفضل أداء بنسبة (-0.06935) و (-0.09268) و (-0.09643) على التوالي مقارنة باستراتيجية (5، 7، 8). وبين استراتيجيات تشكيل 9، استراتيجية (9، 10، 11، 12) حققت أفضل أداء بنسبة (0.264223) و (0.16839) و (0.079708) و (0.139827) على التوالي مقارنة بالمحفظة السوق، وبين استراتيجيات تشكيل 12، حققت محفظة السوق أفضل أداء مقارنة بالمحافظ استراتيجيات (13، 14، 15، 16) و بنسبة (-0.07583) و (-0.1095) و (-0.09785) و (-0.07168) على التوالي. علماً أن قاعدة القرار في نسبة (Treydor) هي النسبة الأكبر، أي كلما كانت النتائج أعلى دل ذلك على الأداء الأفضل للمحفظة.

الجدول (7) تقييم أداء المحافظ الزخم وفق استراتيجيات الزخم الـ 16 في سوق العراق للأوراق المالية

الاستراتيجيات	عوائد محفظة الزخم	عوائد محفظة السوق	مخاطر محفظة الزخم	مخاطر محفظة السوق	نسبة Treydor (r) لمحفظة الزخم	نسبة Treydor (r) لمحفظة السوق	تسلسل الاداء
استراتيجية 1 (3/3)	0.02663	-0.01545	-0.01335	1	1.241242	-0.05865	2
استراتيجية 2 (6/3)	-0.03775	-0.03494	-0.01335	1	6.065036	-0.07814	1
استراتيجية 3 (9/3)	0.144298	-0.04661	-0.01335	1	-7.57448	-0.08981	4
استراتيجية 4 (12/3)	0.132005	-0.05662	-0.01335	1	-6.65347	-0.09982	3
استراتيجية 5 (3/6)	0.051369	-0.02615	0.02697-	1	-0.30286	-0.06935	3
استراتيجية 6 (6/6)	0.045389	-0.03899	0.02697-	1	-0.08115	-0.08219	1
استراتيجية 7 (9/6)	0.103983	-0.04948	0.02697-	1	-2.25348	-0.09268	4
استراتيجية 8 (12/6)	0.051221	-0.05323	0.02697-	1	-0.29738	-0.09643	2
استراتيجية 9 (3/9)	0.138061	-0.01604	0.35902	1	0.264223	-0.05924	1
استراتيجية 10 (6/9)	0.103658	-0.02745	0.35902	1	0.168398	-0.07065	2
استراتيجية 11 (9/9)	0.071817	-0.03499	0.35902	1	0.079708	-0.07819	4
استراتيجية 12 (12/9)	0.093401	-0.0374	0.35902	1	0.139827	-0.0806	3
استراتيجية 13 (3/12)	0.08197	-0.03263	0.02456-	1	-1.57859	-0.07583	3
استراتيجية 14 (6/12)	0.066183	-0.0663	0.02456-	1	-0.93577	-0.1095	1
استراتيجية 15 (9/12)	0.071262	-0.05465	0.02456-	1	-1.1426	-0.09785	2
استراتيجية 16 (12/12)	0.097631	-0.02848	0.02456-	1	-2.21625	-0.07168	4

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج الحاسبة Excel

ونستنتج من خلال ماسبق وبناء على متوسطات نتائج نسب تريودر برفض فرضية الثانية العدم والتي تنص لا تحقق استراتيجيات محافظ الزخم أداء أفضل من أداء محفظة سوق العراق للأوراق المالية مقاساً بالعوائد المعدلة حسب المخاطر، وقبول فرضية البديلة الي تشير الى انه تحقق استراتيجيات محافظ الزخم أداء أفضل من أداء محفظة سوق العراق للأوراق المالية مقاساً بالعوائد المعدلة حسب المخاطر.

5- الاستنتاجات والمقترحات:

5-1 الاستنتاجات:

- 1- ان انتشار الكبير والواسع لاستراتيجية زخم الاستثمار من خلال الدراسات والبحوث الاكاديمية باعتبارها احدى قواعد الاستثمار الناجح .
- 2- بينت نتائج التحليل الاحصائي ان لاستراتيجية الزخم الاستثماري تحقق عوائد غير اعتيادية للمستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية، وبناءً على ذلك يمكن للمستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية من تحقيق تلك العوائد عن طريق شراء الأسهم ذات الأداء الاعلى خلال الأشهر (التسعة والاثني عشر) السابقة وبيع الأسهم ذات الأداء المنخفض في الأشهر (التسعة ولأثنى عشر) السابقة والاحتفاظ بهذه المحفظة لمدة (سنة وأثنى عشر شهراً).

- 3- تشير نتائج قياس الأداء نسبة (Treynor) لجميع المحافظ وفق استراتيجيات الزخم الـ 16، والتي تم استخدامها في بناء محافظ الزخم فضلاً عن محفظة السوق العراق للأوراق المالية. أي أن محافظ استراتيجيات الزخم (1,2,6,9,10,11,12) كان أدائهم أفضل من محفظة السوق، أما محفظة السوق حققت أفضل أداء في استراتيجيات محافظ الزخم (3,4,7,8,13,14,15,16).
- 4- أظهرت نتائج الدراسة أن أفضل مدة لترتيب (J) كانت مدة (6) أشهر بينما أفضل مدة للاحتفاظ (K) كانت لمدة (9) أشهر وعند دمجها معاً نجد أن أفضل عائد تم الحصول عليه في محفظة الزخم كان في سوق العراق للأوراق المالية.

5-2 المقترحات:

- 1- حث الشركات على زيادة مستوى الإفصاح والشفافية من أجل تقليل عدم تماثل المعلومات التي تمثل العبء الأساسية أمام زيادة سيولة الأسهم المتداولة في السوق.
- 2- ضرورة إجراء دراسات مستقبلية حول محافظ الزخم في أسواق الدول والبورصات الأخرى الأجنبية للأوراق المالية بالأخص الأكثر استقراراً من سوق العراق للأوراق المالية، لملاحظة الدراسات السابقة بوجود زخم في أسواق الدول الأجنبية وإنها تحقق عوائد عالية.
- 3- تقترح الدراسة استخدام استراتيجية الزخم في سوق العراق للأوراق المالية لما لها إمكانية من تحقيق عوائد غير عادية ولو بشكل ضعيف عن طريق شراء الأسهم ذات الأداء المرتفع للأشهر (6) السابقة وبيع الأسهم ذات الأداء المنخفض للأشهر (6) السابقة والاحتفاظ بهذه المحفظة لمدة (9) أشهر كونها تحقق عائداً أكبر.
- 4- ضرورة إجراء دراسات حول محافظ الزخم مستقبلاً في سوق العراق للأوراق المالية باعتماد عينة الدراسة على بيانات يومية أو أسبوعية ولا سيما إذا كانت السوق غير مستقرة وذات وهابطة حسب الاصطلاح الفني.

References:

- 1- Abdul Qadir, Doaa Theeb (2015), The possibility of using the momentum strategy to verify the weak efficiency of the financial market, Master Thesis, College of Administration and Economics, Al-Mustansiriyah University
- 2- Al Muhairi, Muna (2011), Assessing Momentum Investment Strategies, In the U.A.E. Stock Market, Doctor of Philosophy of the University of Portsmouth, Business School, Department of Finance and Accounting
- 3- Al-Otaibi, Hosni, Anasweh, Muhammad Salama, Hamdan, Allam Muhammad (2009), The application of the investment momentum strategy in the Amman Stock Exchange, and its impact on market efficiency and extraordinary profits, Arab Journal of Administrative Sciences, Volume 13, Number 3.
- 4- Al-Rubaie, Hakim Mohsen and Al-Musawi, Haidar Yunis and Hassan, Muhammad Fayez (2017), Building and Evaluation of the Performance of Active Momentum Portfolios in the Iraq Stock Exchange, Iraqi Journal of Administrative Sciences, Volume 14, Number 55.
- 5- Al-Zobaie, Muhammad Fayez Hassan (2017), Building a superior active portfolio using momentum-based trading strategies - an applied study in the Iraqi stock exchange, PhD thesis - University of Karbala - College of Administration and Economics.
- 6- Arnold, Curtis M. (1993) "Timing the market: How to profit in Bull and Bear market with technical Analysis" 1st edition, Mc Graw-Hill, Inc.
- 7- Bird, John O. & Cart T. & Ross F. (2015) "Mechanical engineering principles" 3rd edition, Routledge, Inc.
- 8- Farley, Alan S. (2010) "The Master Swing Trader Toolkit" The Market Survival Guide, 1st.ed., McGraw-Hill, Inc.
- 9- Hunjra, Ahmed Imran & Tayachi, Tahar & Mehmood, Rashid & Malik, Sidra & Malik, Zoya (2020) "Impact of Credit Risk on Momentum and Contrarian Strategies" Evidence from South Asian Markets, Risks, Vol.8, Issue 2, PP.1-14.
- 10- Khan, sher & saddiqui, fahad & ali, Haidar & khan, shakir ullah (2016) "momentum strategies and Karachi stock exchange" journal of poverty investment and development, vol.26, pp.51-61.
- 11- Kirkpatrick II, Charles D. (2012) "Time the Markets: Using Technical Analysis to Interpret Economic Data, Revised Edition" 1st ed, Pearson Education, Inc
- 12- Liem, Ronald W. (2011) "Momentum Investing Strategy in Idx" An Experiment, Journal of Applied Finance and Accounting, Vol.5, No.1, PP 71-109.
- 13- Marios, Livanos (2014) "Evaluation of Mutual Funds Performance Using Multiple Measures" Master of Science (MSc) In Financial Analysis for Executives, University of Piraeus Department of Banking and Financial Management.
- 14- McDowell, Bennett A. (2008) "The Art of Trading: Combining the Science of Technical Analysis with The Art of Reality – Based Trading" 1st ed., John Wiley and Sons, Inc.
- 15- Miner, Robert C. (2009) "High probability trading strategies: entry to exit tactics for forex, futures, and stock markets" 1st ed., John Wiley and sons, Inc.

- 16- Pasaribu, Rowland Bismark (2019) “Value at Risk of Momentum Investment Strategy” Indonesia's Liquid Stocks Portfolio, Journal Management Indonesia, VoL. 9, PP. 30-45. Journals.
- 17- Pring, Martin J. (2014) “Technical Analysis Explained” 5th edition, McGraw-Hill, Inc.
- 18- Reema, Barama and Salma, Mahadi (2020), The Momentum Effect on the Behavior of Financial Portfolio Returns and Their Conditional Fluctuations in the Paris Stock Exchange, Journal of Economic Integration, Volume 8, Issue 2
- 19- Romeu, Rafael & Serajuddin, Umar (2001) “Technical Analysis for Direct Access Trading” 1st, McGraw-Hill, Inc.
- 20- Siganos, Antonios (2004) “The Momentum Effect on the London Stock Exchange” PH. D Thesis, Department of Accounting Finance & Law, University of Stirling, London.
- 21- Sjoberck, Erik & Verngren, Joel (2019) “Magic Formula Has Its Magic and Momentum Has Its Moments” -A Study on Magic Formula and Momentum on The Swedish Stock Market.
- 22- Vas, Alexandar & Absalonen, Kristoffer (2014) “The Moment Music on A Song Study of The Slow Talk Exchange” Master Dissertations in Abpplied Economec and Finance, Copenhagen Business School.
- 23- Vysniauskas, Povilas & Rutkauskas, Aleksandras (2014) “Performance Evaluation of Investment (Mutual) Funds” Verslas Teorija Ir Praktika-Business, Theory and Practice,15, Pp.398-407
- 24- Warda, Al-Mogheer Ismail (2018), Profitability of Momentum Strategies in the Arab Financial Markets - An Applied Study on the Damascus Stock Exchange and the Iraq Stock Exchange, Master Thesis, Tishreen University, Faculty of Economics, Syria.

الملاحق

AIR P	HK AR	HB AY	HP AL	INC P	SBP T	SM RI	TA SC	BU ND	BM NS	BA SH	BN OI	BI ME	BB OB	BC OI	رمز الشركات تاريخ
11.2	1.5	83	15.48	0.76	26.75	4.55	11.5	0.66	0.8	0.81	0.87	0.57	1.38	0.58	2015 -Jan
10.5	1.41	80	13.24	0.6	20.6	2.99	9.15	0.58	0.77	0.7	0.8	0.47	1.07	0.5	2015 -Feb
9.2	1.42	79	13.1	0.66	19.7	3.85	12	0.58	0.79	0.58	0.85	0.47	1.27	0.67	2015 -Mar
9	1.4	75.5	13	0.7	23	3.44	11.09	0.5	0.79	0.56	0.79	0.56	1.21	0.63	2015 -Apr
9.4	1.7	76	13.49	0.82	23.7	4.32	10	0.7	0.97	0.67	0.81	0.73	1.48	0.73	2015 -May
8	1.8	71	12	0.82	22.5	4.4	7.88	0.62	0.95	0.58	0.8	0.71	1.58	0.75	2015 -Jun
7.6	1.8	54	12.45	0.71	21.01	4.05	7.5	0.54	0.9	0.54	0.81	0.63	1.38	0.7	2015 -Jul
7.75	1.6	47.19	12.5	0.71	20	4.33	6.76	0.48	0.87	0.53	0.67	0.58	1.52	0.67	2015 -Aug
7.65	1.63	53	-	0.62	20	5	6.6	0.47	0.87	0.55	0.63	0.51	1.5	0.64	2015-Sep
7.76	1.61	41.75	10.81	0.66	17.95	4.5	6.76	0.45	0.84	0.51	0.57	0.52	1.34	0.57	2015 -Oct
7.5	1.52	40	10	0.45	15.5	3.8	7.81	0.42	0.86	0.49	0.5	0.5	1.1	0.45	2015 -Nov
7.9	1.6	36	9.4	0.54	15	3.87	7.16	0.37	0.87	0.43	0.51	0.51	1.17	0.41	2015 -Dec
7.5	1.65	31.5	9.65	0.53	12.8	3.34	6.75	0.32	0.84	0.35	0.45	0.44	1.03	0.35	2016 -Jan
7.25	1.6	31.15	11.31	0.52	11.92	3.35	6.82	0.3	0.9	0.34	0.46	0.42	0.98	0.34	2016 -Feb
6.8	1.6	31	9.89	0.48	11.46	3.07	5.3	0.27	0.82	0.33	0.42	0.33	0.81	0.38	2016 -Mar
6.65	1.75	27.61	10.5	0.47	11.46	2.98	5.15	0.23	0.85	0.32	0.31	0.37	0.74	0.35	2016 -Apr
-	1.6	24.05	12.75	0.39	14.25	2.1	4.55	0.21	0.85	0.27	0.31	0.3	0.71	0.39	2016 -May
7.65	1.57	23.4	12.45	0.41	13	2.43	4.4	0.21	0.96	0.31	0.31	0.34	0.79	0.42	2016 -Jun
7.35	1.45	23.5	12.49	0.42	14.15	2.32	4.36	0.22	0.9	0.28	-	0.36	0.87	0.41	2016 -Jul

7.35	1.45	24.6	-	0.4	13.2 5	2.13	-	0.22	0.96	0.29	0.33	0.34	0.78	0.42	2016 -Aug
7	1.6	-	14.7	0.39	12.9	2.12	5.79	0.23	0.95	0.28	0.32	0.33	0.76	0.44	2016-Sep
7.1	-	34.9	16.5	0.44	13.4	2.14	5.82	0.28	0.95	0.34	0.34	0.37	0.85	0.45	2016 -Oct
7.5	1.5	34.2 5	15.5	0.62	12.8	2.18	4.65	0.31	0.99	0.35	0.41	0.4	0.85	0.46	2016 -Nov
7.25	1.6	32.5	15.5	0.62	12.8 5	2.32	6.35	0.31	0.99	0.34	0.41	0.43	0.91	0.48	2016 -Dec
7.7	1.6	33	14.5	0.61	12.9 5	2.58	6.13	0.4	1.1	0.47	0.59	0.58	1.08	0.62	2017 -Jan
8.6	1.6	32	15.2 9	0.61	13.4 7	2.48	5.84	0.4	1.05	0.46	0.56	0.61	1.07	0.63	2017 -Feb
7.9	1.5	29	14.6	0.52	13.5	2.25	5.4	0.35	0.94	0.42	0.54	0.56	0.95	0.55	2017 -Mar
7.35	1.4	29	13.9 6	0.55	13.3 8	2.26	5.5	0.34	0.89	0.37	0.55	0.52	0.9	0.53	2017 -Apr
7.85	1.41	26	13.7 5	0.52	13.5	2.05	5.29	0.28	0.85	0.33	0.54	0.4	0.74	0.44	2017 -May
7.8	1.41	24.2 5	13.7 5	0.56	13.8	2.06	5.2	0.26	0.73	0.34	0.56	0.38	0.67	0.42	2017 -Jun
7.85	1.45	24	13.7	0.53	14	1.98	5.2	0.24	0.76	0.3	0.5	0.38	0.64	0.43	2017 -Jul
7.3	1.4	31	13.0 2	0.5	14.2 5	1.98	5.19	0.21	0.78	0.28	0.51	0.37	0.57	0.41	2017 -Aug
7	1.44	34.2 5	12.5	0.49	14	1.99	5.1	0.21	0.74	0.3	0.5	-	0.57	0.4	2017-Sep
7.45	1.3	37	14.2 5	0.5	13.1	2	4.9	0.22	0.74	0.27	0.5	0.34	0.56	0.41	2017 -Oct
7.6	1.08	34	13.1 5	0.59	13.5	1.89	5.2	0.24	0.75	0.31	0.47	0.35	0.61	0.48	2017 -Nov
7.65	1.08	37.5	12.7 4	0.57	14.8	1.9	5.25	0.23	0.79	0.3	0.47	0.35	0.61	0.49	2017 -Dec
7.75	1.04	41.8	12.5 9	0.56	16.7 5	1.89	5.95	0.22	0.76	0.32	0.48	0.32	0.62	0.47	2018 -Jan
7.75	1	60.5	13.7 5	0.7	17.3	1.92	8.8	0.22	0.89	0.31	0.58	0.3	0.7	0.48	2018 -Feb
8.4	1.05	60	14	0.87	17.1 5	1.95	8.85	0.2	0.89	0.27	-	0.27	0.62	0.44	2018 -Mar
7.35	1	58.5	12.8	0.76	17.2	1.82	8.8	0.18	0.86	0.27	0.53	0.24	0.55	0.44	2018 -Apr
8.05	1	63	12	0.77	17.2	1.87	8.5	0.18	0.89	0.26	0.53	0.2	0.43	0.43	2018 -May
7.99	1	48	12	0.75	17	1.83	8.7	0.14	0.85	0.26	0.43	0.18	0.42	0.44	2018 -Jun
8.01	0.95	47	10.9 3	0.71	17	1.85	8.4	0.15	0.89	0.3	0.41	0.19	0.43	0.48	2018 -Jul
8.01	1	47.6	10.3	-	16.9 9	1.88	8	0.13	0.93	0.26	0.32	0.18	0.41	0.44	2018 -Aug
8.46	1.02	-	-	-	17	1.79	7.39	0.12	0.71	0.25	0.26	-	0.41	0.44	2018-Sep
8.05	1.01	-	-	0.67	15	1.81	8	0.1	0.66	0.23	0.21	0.12	0.31	0.41	2018 -Oct
8.25	1	44.6	10.7 5	0.64	14.6	1.79	8	0.09	0.64	0.22	0.37	0.13	0.29	0.43	2018 -Nov
8.8	1	45.5	11	0.65	15.8 1	1.86	7.7	-	0.63	0.23	0.34	0.13	0.29	0.47	2018 -Dec
8.4	0.84	50	10.4	0.68	15.5	1.69	7.41	-	0.7	0.21	0.36	0.11	0.28	0.44	2019 -Jan
8.35	0.97	61.0 5	10.5	0.67	16.2 6	1.52	6.75	-	0.75	0.21	0.32	0.11	0.25	0.41	2019 -Feb
8.35	0.81	61	10.1 5	0.65	17	1.53	7.5	0.08	0.6	0.19	0.31	0.11	0.24	0.38	2019 -Mar
8.15	0.89	59.5	10.1	0.63	17	1.5	7.2	0.07	0.6	0.2	0.29	0.11	0.24	0.4	2019 -Apr
8	0.8	60.1	10	0.64	17.7 5	1.6	8.25	0.05	0.72	0.2	0.38	0.1	0.39	0.44	2019 -May

8.1	0.81	61.5	9.9	0.67	17.5	1.6	8	0.06	0.69	0.21	0.38	0.11	0.34	0.46	2019 -Jun
8.12	0.86	60.0 7	9.18	0.68	18	1.67	8.15	0.05	0.68	0.23	0.38	0.1	0.28	0.45	2019 -Jul
8.2	0.84	59.4	9	0.68	20.1	1.63	8.18	0.06	0.68	0.23	0.46	0.1	0.29	0.47	2019 -Aug
9.5	0.85	60.1	-	0.81	20.5	1.8	8.19	0.05	0.67	0.22	0.64	-	0.3	0.48	2019-Sep
9.5	-	67	9.3	1.08	21	1.78	8.1	0.06	0.65	0.23	0.52	0.1	0.31	0.47	2019 -Oct
9	-	70	9.2	1.33	20.5	1.74	8.07	0.06	0.63	0.24	0.6	0.1	0.3	0.46	2019 -Nov
12.0 5	-	75	9.4	1.9	18.0 5	1.76	8.65	0.07	0.67	0.24	0.61	0.1	0.3	0.46	2019 -Dec
11	-	69	9.25	2.37	17	1.68	8.05	0.07	0.65	0.24	0.57	0.11	0.28	0.46	2020 -Jan
13.1	0.85	72	9.1	2.07	17.0 8	1.6	7.06	0.07	0.65	0.24	0.48	0.11	0.3	0.46	2020 -Feb
15.4	0.8	62	9	1.86	17.5	1.5	6.16	0.07	0.62	0.23	0.52	0.1	0.3	0.45	2020 -Mar
13.2 1	-	57	8.55	1.61	-	1.5	5.3	0.07	0.55	0.21	-	0.09	0.27	0.41	2020 -Apr
12	0.8	62	8.37	2.28	17.5	1.45	6.99	0.06	0.55	0.22	0.5	0.1	0.31	0.43	2020 -May
11.5	-	62	8.35	2.24	17.5	1.46	6.96	0.06	0.55	0.21	0.5	0.1	0.35	0.43	2020 -Jun
11	0.75	65	8	2.18	18	1.69	6.96	0.08	0.58	0.27	0.68	0.11	0.45	0.45	2020 -Jul
-	0.86	72	8.5	2.12	18.5	1.63	7	0.07	0.6	0.33	0.69	0.12	0.45	0.46	2020 -Aug
12.4 5	0.75	88	8.7	2.03	20	1.9	6.89	0.07	0.61	0.28	0.67	0.11	0.37	0.46	2020-Sep
12.3 5	0.85	85	8.8	2.04	19.9	1.68	6.96	0.07	0.61	0.25	0.65	0.11	0.39	0.45	2020 -Oct
14	0.79	79	8	2.13	20.5	1.78	6.96	0.07	0.58	0.24	0.67	0.11	0.4	0.44	2020 -Nov
12.6 5	0.78	77	-	2.14	18.5	3.07	7.31	0.07	0.57	0.28	0.88	0.12	0.41	0.43	2020 -Dec
14.6	0.76	69	8.4	2.51	19.2 5	2.04	7.45	0.07	0.57	0.28	0.85	0.12	0.39	0.43	2021 -Jan
19.2 3	0.85	66	8.9	2.62	23	2.42	9.28	0.13	0.6	0.37	0.86	0.19	0.66	0.44	2021 -Feb
15.2	0.99	73	8.9	2.61	24	2.43	9	0.14	0.6	0.37	1	0.24	0.65	0.47	2021 -Mar
15.0 1	0.86	79	8.3	2.48	30.2 5	2.32	8.97	0.17	0.63	0.42	1	0.24	0.67	0.69	2021 -Apr
15.5	0.85	80	8	2.44	30	2.6	9.05	0.15	0.59	0.43	1.09	0.21	0.65	0.66	2021 -May
19.8	0.92	83.5	8.5	2.67	29.6	2.96	9.13	0.15	0.58	0.4	1.29	0.19	0.62	0.69	2021 -Jun
18.7	0.88	83.5	8.5	2.54	28.1	2.83	9	0.14	0.57	0.41	1.17	0.2	0.63	0.67	2021 -Jul
19.1	0.9	83.5	8	2.4	29	2.24	8.97	0.15	0.6	0.47	1.43	0.21	0.83	0.67	2021 -Aug
18.0 7	0.83	82.9 5	8.4	2.5	30.0 3	2.35	9.42	0.14	0.59	0.48	1.35	0.21	0.81	0.63	2021-Sep
18.5	0.8	84	8.45	2.44	30	2.52	8.74	0.14	0.55	0.49	1.8	0.2	0.84	0.64	2021 -Oct
19	0.92	84	8	2.35	29	2.17	6.4	0.12	0.51	0.46	1.05	0.19	0.96	0.53	2021 -Nov
18.5	0.92	80	8.39	2.42	27.5	2.5	7.49	0.11	0.51	0.44	1.23	0.2	1.03	0.62	2021 -Dec