مجلة تنمية الرافدين

**اسم المقال:** اختبار استراتيجية زخم الاستثمار وتشكيل محفظتها – دراسة تطبيقية لعينة من أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
**اسم الكاتب:** سعدالله محمد عبيد النعيمي، نوار كنعان الدباغ
**رابط ثابت:** https://political-encyclopedia.org/index.php/library/3755
**تاريخ الاسترداد:** 2026/11/03 01:00 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الرافدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

Research Paper

# Testing the Investment Momentum Strategy and Forming its Portfolio- An Applied Study of a Sample of the Stokes of Companies Listed on the Iraq Stock Exchange

**Saadallah M. O. Al Nuaimi [1] ; Nawar K. Al Dabbagh [2]**

[1]Department of Financial Affairs - Presidency of the University of Kirkuk

[2]Department of Banking and Finance Sciences - College of Administration and Economics - University of Mosul

**Corresponding author:** Saadallah M. O. Al-Nuaimi, Department of Financial Affairs - Presidency of the University of Kirkuk, saedalnuaimy@uokirkuk.edu.iq

**DOI:** https://doi.org/ 10.33899/tanra.2021.130943.1113

**Article History:** *Received*: 7/8/2021; *Revised*:12/8/2021; *Accepted:22*/8/2021; *Published*: 1/3/2022.

***Abstract***

*The research sought to test the investment momentum strategy and form its portfolio in the Iraqi Stock Exchange as a field of application, aiming to test the ability of that strategy to achieve higher risk-adjusted returns and compare the performance of momentum portfolios with the performance of the market portfolio, as well as testing the efficiency of the Iraq Stock Exchange at the level The weak indirectly, relying on the basis of applying this strategy based on the assumption that the stocks that achieve great returns during the formation periods (3 to 12) months will continue to achieve those returns over a time period ranging from (3 to 12) months, and that the stocks that A loss is achieved during the formation periods (3 to 12) months that will continue to achieve that loss over a period ranging from 3 to 12 monthThese foundations have been relied on to build the momentum portfolio by buying the winning shares during the test period and adding them to the portfolio and short selling the losing stocks during the holding period so that the portfolio is rebalanced every month s, and the results of the application resulted in the failure of the investment momentum strategy to achieve higher risk-adjusted returns, in addition to the achievement of significant losses and risks by the momentum portfolios. Compared with the market portfolio in addition to the inability to rely on stock prices and their historical trading volumes in predicting their prices and future returns because the market is efficient at a weak level, the research recommended urging investors and academics to research and test other trading strategies such as value stocks, growth stocks, and accruals-based trading strategies to identify their ability to achieve higher risk-adjusted returns to discover and guide investors towards ways and methods of selecting stocks to invest in.*

**Keywords:**

**Trading strategy, investing momentum, market efficiency, investing in stocks.**

Journal of

**TANMIYAT AL-RAFIDAIN**

***(TANRA)***

A scientific, quarterly, international, open access, and peer-reviewed journal

Vol. 41, No. 133

March. 2022

**© University of Mosul | College of Administration and Economics**, *Mosul, Iraq.*

***TANRA*** retain the copyright of published articles, which is released under a "Creative Commons Attribution License for CC-BY-4.0" enabling the unrestricted use, distribution, and reproduction of an article in any medium, provided that the original work is properly cited.

***Citation***: Al-Nuaimi, Saadallah M. O., Al Dabbagh, Nawar K**.** (2022)."Testing the investment momentum strategy and forming its portfolio an applied study of a sample of the stokes of companies listed on the Iraq Stock Exchange". ***TANMIYAT AL-RAFIDAIN***, 41 (*133*), 177 - 193 , https://doi.org/10.33899/tanra.2021.130943.1113

**P-ISSN: 1609-591X**

**e-ISSN: 2664-276X**

**tanmiyat.mosuljournals.com**

مجلة

تنمية الرافدين

(TANRA): مجلة علمية، فصلية، دولية، مفتوحة الوصول، محكمة.

المجلد (٤١)، العدد (١٣٣) ، آذار ٢٠٢٢

© جامعة الموصل | كلية الإدارة والاقتصاد، الموصل، العراق.

تحتفظ (TANRA) بحقوق الطبع والنشر للمقالات المنشورة، والتي يتم إصدارها بموجب ترخيص (Creative Commons Attribution) لـ (CC-BY-4.0) الذي يتيح الاستخدام، والتوزيع، والاستنساخ غير المقيد وتوزيع للمقالة في أي وسيط نقل، بشرط اقتباس العمل الأصلي بشكل صحيح.

**الاقتباس**: النعيمي، سعدالله محمد عبيد ، الدباغ، نوار كنعان (٢٠٢٢)."اختبار إستراتيجية زخم الاستثمار وتشكيل محفظتها-دراسة تطبيقية لعينة من أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية" *تنمية الرافدين*،٤١ (١٣٣)، ١٧٧-١٩٣،
https://doi.org/10.33899/tanra.2021.130943.1113

**P-ISSN: 1609-591X**
**e-ISSN: 2664-276X**
**tanmiyat.mosuljournals.com**

ورقة بحثية

# اختبار إستراتيجية زخم الاستثمار وتشكيل محفظتها-دراسة تطبيقية لعينة من أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

مصحح

**سعدالله محمد عبيد النعيمي [١] ، نوار كنعان الدباغ [٢]**

[١] قسم الشؤون المالية- رئاسة جامعة كركوك

[٢]قسم العلوم المالية والمصرفية- كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة الموصل

**المؤلف المراسل:** سعدالله محمد عبيد النعيمي ، قسم الشؤون المالية- رئاسة جامعة كركوك
saedalnuaimy@uokirkuk.edu.iq

**DOI:** https://doi.org/ 10.33899/tanra.2021.130943.1113

**تاريخ المقالة:** *الاستلام*: ٢٠٢١/٨/٧؛ *التعديل والتنقيح*: ٢٠٢١/٨/١٢؛ *القبول*: ٢٠٢١/٨/٢٢؛ *النشر*: ٢٠٢٢/٣/١.

## المستخلص

*سعى البحث إلى اختبار إستراتيجية زخم الاستثمار وتشكيل محفظتها في سوق العراق للأوراق المالية باعتباره ميداناً للتطبيق، مستهدفاً اختبار مدى قدرة تلك الإستراتيجية على تحقيق عوائد أعلى معدلة بحسب المخاطر، ومقارنة أداء محافظ الزخم مع أداء محفظة السوق، فضلاً عن اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية عنده المستوى الضعيف بصورة غير مباشرة، معتمداً في ذلك على أسس تطبيق تلك الإستراتيجية المبنية على افتراض أن الأسهم التي تحقق عوائد كبيرة خلال فترات التكوين (من٣ إلى ١٢) شهراً ستستمر في تحقيق تلك العوائد على مدى زمني يتراوح (من٣ إلى ١٢) شهراً، أما الأسهم التي تحقق خسارة خلال فترات التكوين (من٣ إلى ١٢) شهراً فستستمر في تحقيق تلك الخسارة على مدى زمني يتراوح (من٣ إلى ١٢) شهراً، وقد تم الاعتماد على تلك الأسس في بناء محفظة الزخم من خلال شراء الأسهم الرابحة خلال فترة الاختبار وضمها إلى المحفظة والبيع على المكشوف للأسهم الخاسرة خلال فترة الاحتفاظ بحيث يتم إعادة توازن المحفظة كل شهر، وأفرزت نتائج التطبيق فشل إستراتيجية زخم الاستثمار في تحقيق عوائد أعلى معدلة بحسب المخاطر، فضلاً عن تحقيق محافظ الزخم خسائر ومخاطر كبيرة مقارنة مع محفظة السوق بالإضافة إلى عدم إمكانية الاعتماد على أسعار الأسهم وأحجام تداولها التاريخية في التنبؤ بأسعارها وعوائدها المستقبلية،لأن السوق تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف، وأوصى البحث إلى حث المستثمرين والأكاديميين على البحث واختبار استراتيجيات تداول أخرى كإستراتيجيات تداول أسهم القيمة وأسهم النمو وإستراتيجية التداول القائمة على المستحقات للتعرف على مدى قدرته تلك الاستراتيجيات على تحقيق عوائد أعلى معدلة بحسب المخاطر في محاولة لاكتشاف وتوجيه المستثمرين نحو طرائق وأساليب انتقاء الأسهم المراد الاستثمار بها .*

## الكلمات الرئيسة

**إستراتيجية التداول، زخم الاستثمار، كفاءة السوق، الاستثمار في الأسهم.**

**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 وفقاً لافتراض أساسي 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 مزيج مثالي من الاستثمارات، يتم إدارة تلك المحفظة من خلال أسلوبين الأول هو الإدارة الساكنة المبني على افتراض إن المحفظة المنوعة جيداً ستوفر أفضل عائد لكل وحدة من المخاطر، ومن الصعب على أي مستثمر التغلب على السوق أي تحقيق عائد يفوق عائد محفظة السوق وان حدث ذلك فهو عن طريق الحظ لان تلك الإدارة تؤمن بفرضية كفاءة السوق، والثاني هو الإدارة النشطة التي يعتقد أنصارها إمكانية التغلب على السوق من خلال إعطاء تركيز أكثر على الاستثمارات التي لديها أعلى احتمالية لتحقيق عوائد غير طبيعية، ويتم ذلك من خلال أتباع التحليل الأساسي أو الفني يتمثل الأول بالتحليل من الأعلى إلى الأسفل أي تحليل (الاقتصاد والقطاع والشركة) أو التحليل من الأسفل إلى الأعلى أي تقييم الموجودات ومن سلبيات هذا الأسلوب انه يتطلب الكثير من الوقت والجهد والمعرفة الجيدة، أما التحليل الفني فيبنى بشكل أساسي على تغيرات الأسعار التاريخية وأحجام التداول، ولما كانت إستراتيجية زخم الاستثمار تبنى على مدى استمرارية اتجاه الأسعار في سعيها لتحقيق عوائد غير طبيعية، فإنها تندرج تحت هذا الأسلوب وعلى ضوء ذلك الاتجاه تتخذ القرارات الاستثمارية، مما يعني أن تلك الإستراتيجية 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 الإستراتيجية على تحقيق عوائد غير طبيعية على مدى ٣-١٢ شهراً إلا أن هذه العوائد لم تكن ناتجة عن المخاطر، ومن هنا جاء البحث الحالي لاختبار تلك الإستراتيجية 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.

**أولا: منهجية البحث**

**١. مشكلة البحث**

على الرغم من قيام العديد من الدراسات في إثبات إمكانية تحقيق عوائد غير طبيعية بالاعتماد على استراتيجيه زخم الاستثمار في العديد من الأسواق المالية إلا أن المنطق الاقتصادي والمالي المستند إلى أدبيات إدارة الاستثمار ينص على أنه في حال كانت هنالك طريقة أو إستراتيجية تمكن المستثمرين من تحقيق عوائد غير طبيعية فان انتشارها واكتسابها لشعبية كبيرة بين المستثمرين الآخرين يجعلها غير ذي جدوى (غير مربح)

مما يفقد أهميتها، مما يعني أن إستراتيجية زخم الاستثمار قد فقدت أهميتها باعتبارها إحدى قواعد الاستثمار الناجح، فضلا عن أن أغلب تلك الدراسات قد اختبرت تلك الإستراتيجية في الأسواق المتقدمة مع محدودية التطبيق في الأسواق النامية ولا سيما سوق العراق للأوراق المالية، ومن هنا جاءت مشكلة البحث المتمثلة بمدى إمكانية إستراتيجية زخم الاستثمار على تحقيق عوائد أعلى معدلة بحسب المخاطر في سوق العراق للأوراق المالية باعتباره ميداناً للتطبيق؟.

٢. **أهمية البحث**

في ظل فرضية كفاءة السوق تكون تقلبات سوق الأسهم عشوائية ولا يمكن التنبؤ بها، إلا أنه في الغالب تظهر تلك الأسواق تقلبات منظمة، وهو أمر منافٍ لتلك الفرضية، إذ تحدث تلك التقلبات الدورية خلال فترات معينة وهو ما يعرف بروئ سوق الأسهم، كما أن التباين في أداء الشركات عبر القطاعات المختلفة خلال مراحل دورات الإعمال يؤدي إلى تباين أداء أسهمها، ونتيجة لذلك يواجه المستثمرون مشكلة الاختيار (انتقاء الأسهم المراد الاستثمار بها) ،إذ يحتاج المستثمرون إلى اتخاذ قرارات استثمارية تمكنهم من تحقيق عوائد أعلى معدلة بحسب المخاطر معتمدين بذلك على ثنائية العائد والمخاطر، لذا فإن توقع اتجاه تحركات سوق الأسهم واختبار ما إذا كانت هنالك إمكانية لتحقيق عوائد أعلى تمثل المعضلة الفكرية الأساسية للمشاركين في السوق ومن المواضيع البحثية الرئيسية للأكاديميين، ومن هنا تكمن أهمية البحث في اختبار إستراتيجية زخم الاستثمار وتشكيل محفظتها والتعرف على مدى إمكانية تلك المحفظة على تحقيق أداء أعلى من أداء محفظة السوق، ليتم على ضوء ذلك توجيه المستثمرين لتبني تلك الإستراتيجية أو البحث على استراتيجيات بديله ،كما أن نتائج البحث تمثل إضافة فكرية في حقل العلوم المالية فيما يخص التقييم غير المباشر لكفاءة سوق العراق للأوراق المالية عنده المستوى الضعيف.

٣. **فرضيات البحث:**

أ. إن تطبيق إستراتيجية زخم الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية وتشكيل محفظتها يمكن المستثمرين من تحقيق عوائد كبيرة معدلة بحسب المخاطر.

ب. تحقق محفظة الزخم أداء أفضل من أداء محفظة السوق مقاساً بالعوائد المعدلة حسب المخاطر.

ت. يمكن الاعتماد على عوائد الأسهم التاريخية للتنبؤ بعوائدها المستقبلية مما يعني ضمناً رفض فرضية كفاءة السوق في شكلها الضعيف.

٤. **هدف البحث** يهدف البحث إلى:

أ. اختبار إستراتيجية زخم الاستثمار والتعرف على مدى إمكانيتها في تحقيق عوائد أعلى معدلة بحسب المخاطر في سوق العراق للأوراق المالية.

ب. تشكيل محفظة الزخم وتقييم أدائها مقارنةً بأداء محفظة السوق.

ت. اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية في الشكل الضعيف بصورة غير مباشرة.

٥. **مدة البحث وعينته:** تمتد مدة البحث لتغطي خمسة وعشرين شهراً للفترة من ٢٠١٨/١٢/١ ولغاية ٢٠٢٠/١٢/٣١ وبمشاهدات شهرية، أما عينة البحث فهي أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والتي تتصف باستمرارية تداولها الشهري ومن دون توقف خلال مدة البحث والبالغة (٥٠) سهماً والملحق رقم (١) يوضح عينة البحث.

٦. **أنموذج البحث**

لغرض بناء محافظ الزخم تم إتباع المنهجية التي طبقها كل من (Titman&Jegadeesh ,1993) إذا تم اختيار الأسهم التي تتصف باستمرارية تداولها خلال فترة البحث وحساب متوسط عوائدها التراكمية خلال فترة التكوين (J) الماضية حيث تكون (J) لأربع فترات وهي (٣، ٦، ٩، ١٢) شهراً (Hunjra,2020:2)، إذ يتم في البداية حساب العائد الشهري لكل سهم وفق المعادلة الآتية(Sjobeck&Verngren,2018:24)

$$R_{i,t}=\frac{P_{i,t}-P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

**إذ إن:**

$R_{i,t}$: عائد السهم i في الشهر t

$P_{i,t}$:هو سعر الإغلاق للسهمi في الشهر t

ولإيجاد العائد التراكمي نطبق المعادلة (Sjobeck & Verngren,2018:32)

$$CU_i = 1/n \sum_t^0 (R_{i,t})$$

إذ إن:

$CU_i$: متوسط العائد التراكمي للسهم i

وبعد حساب متوسط العوائد التراكمية لكل سهم خلال فترات التكوين الأربع يتم ترتيب الأسهم بحسب عوائدها ابتداءً بالأسهم الأقل عوائد وانتهاءً بالأسهم ذات العوائد الأكبر وتشكيل محفظتين لكل فترة تكوين الأولى المحفظة الرابحة (W) والتي تضم الأسهم التي حققت أعلى عائداً خلال فترة التكوين والثانية هي المحفظة الخاسرة(L) والتي تضم الأسهم التي حققت أقل عائد خلال فترات التكوين ،على افتراض أن الأسهم التي تحقق أرباحاً خلال فترات التكوين (٣-١٢) شهراً ستستمر في تحقيق تلك الأرباح خلال فترات الاحتفاظ أي بأمد زمني يتراوح من (٣-١٢) وبالعكس أي إن الأسهم التي حققت خسائر أثناء فترات التكوين(٣-١٢) شهراً ستستمر في تحقيق تلك الخسائر خلال فترات الاحتفاظ (٣-١٢) شهرا (Wei-qi& Jingxing,2018:1) (Thomas & Dileep.2016:45) وبهذه الحالة فان المستثمر يتخذ مركزاً قصير الأجل بالنسبة للأسهم الخاسرة (أي يتم بيعها على المكشوف) ويتخذ مركزاً طويل الأجل بالنسبة للأسهم الرابحة(Choi,2014:15) ، لهذا يتم إعادة توازن تلك المحافظ شهرياً خلال فترات الاحتفاظ (k) والتي تمثل (٣ ،٦ ، ٩ ،١٢) شهراً أي بيع الأسهم الخاسرة وشراء الأسهم الرابحة ، ومن ثم إعادة حساب متوسط العائد التراكمي للمحافظ الرابحة والخاسرة خلال فترات الاحتفاظ لإيجاد عائد محفظة الزخم ذات التكلفة الصفرية والذي يحسب وفق الصيغة الآتية:( Choi,2014:15)

$$r\prod = rW\text{-}rL$$

إذ إن:

$i\prod r$= عائد محفظة الزخم ذات التكلفة الصفرية

rW: عائد المحفظة الرابحة

rL: عائد المحفظة الخاسرة

ويتم مقارنة عائد محفظة إستراتيجية الزخم ذات التكلفة الصفرية مع عائد محفظة السوق فإذا كان الأول أكبر من الثاني فإن ذلك دليل على أن السوق غير كفوءة عند المستوى الضعيف، مما يعني إمكانية تحقيق المستثمرين عوائد إضافية باستخدام إستراتيجية زخم الاستثمار (Hunjra,2020:6)، وللتأكد ما إذا كانت عوائد الزخم ناتجة عن ارتفاع المخاطر يتم تقييم أداء كل من محفظة الزخم مع أداء محفظة السوق لإيجاد مقدار العائد لكل وحدة من المخاطر باستخدام نسبة Sharp بإتباع الصيغة الآتية:

$$S=\frac{RP}{\sigma P}$$

إذ إن :

$RP$ :عائد المحفظة

$\sigma P$ : الانحراف المعياري للمحفظة والذي يحسب وفق الصيغة الآتية:

(Sjobeck&Verngren,2018:24)

$$\sigma P=\sqrt{\sum_{t-1}^{n}\frac{(R_t-\bar{R}P)^2}{n-1}}$$

إذ إن:

$R_t$: عائد المحفظة في الفترة t

$p\bar{R}$: متوسط عائد المحفظة

n: عدد المشاهدات

**ثانياً: الجانب النظري**

**١. فلسفة إستراتيجية زخم الاستثمار**

تستند فلسفة إستراتيجية زخم الاستثمار على قانون (Newton) للحركة والمعروف بقانون الزخم الذي تم نشرة عام ١٦٨٧ في كتابة الشهير (الأصول الرياضية للفلسفة الطبيعية) والذي ينص على (إن الجسم المتحرك في خط مستقيم يبقى كذلك للأبد ما لم تؤثر علية قوة خارجية تدفعه أو تسحبه) (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&Serajuddin,2001:138)، كما يشير الزخم إلى سرعة اتجاه السعر ، فهو لا ينقل اتجاه السوق ووتيرته فحسب بل يسلط الضوء على انعكاس ذلك الاتجاه، إذ تشكل الوتيرة التي يتغير بها السعر والاتجاه الذي يتبعه أساسا لبناء مؤشرات مختلفة لتحليل المعلمات الفنية كالتغير في السعر والاتجاه العام،

كما يمكن عد الزخم باعتباره إستراتيجية استثمار تهدف إلى الاستفادة من استمرارية اتجاهات سوق الأوراق المالية، مما يسهل على المتداولين تحديد فرص التداول المثمرة (Mohapatra, &Misra,2020:75)،ويمثل الزخم أحد استراتيجيات المحفظة النشطة الذي يعتمد على مدى استمرارية الاتجاه، وقد طبقه على عدة معلمات كزخم الأسعار باعتباره فرعاً من فروع التحليل الفني وتطور أكثر ليطبق على زخم العوائد وزخم المبيعات، فضلا عن العديد من المعلمات الأخرى (Liem,2011:71).

تم توثيق الزخم أكاديميا لأول مرة من قبل كل من (Jegadeesh&Titman,1993) عندما اختبروا سوق الأوراق المالية الأمريكي، ووجدوا أن الاستراتيجيات المبنية على العوائد السابقة يمكن أن تحقق عوائد غير طبيعية مما يعني أن العوائد السابقة لها قوة تنبؤية بالعوائد المستقبلية، وهو ما يتعارض مع نظرية السوق الكفوءة (Pasaribu,2019:32)، والتي تشير إلى أن سوق الأسهم يتسم بالكفاءة، مما يعني أن 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 ، والشيء الوحيد الذي يؤثر على سعر السهم هو المعلومات الجديدة كالاستحواذ والأرباح غير المتوقعة، وتلك المعلومات يصعب التنبؤ بها، لأنها تأتي بشكل عشوائي، ويشير المستوى الضعيف من تلك الكفاءة إلى أن التحركات السابقة لأسعار الأسهم لا تؤثر على تحركاته المستقبلية (Sjobeck&Verngren,2018:9)، وهو ما يتوافق مع نظرية السير العشوائي التي تنص على أن تحركات الأسعار لن تتبع اتجاهات معروفة، وبالتالي من خلال معرفة الأسعار السابقة لا يمكن التنبؤ بحركات الأسعار المستقبلية (Hunjra,2020:1) (Ludvigsson,2008:22).

لقد أظهر كل من (Jegadeesh&Titman,1993) أن الأسهم التي حققت عوائد كبيرة في الأشهر (٣-١٢) السابقة قد استمرت في تحقيق أداء جيد خلال فترة (٣-١٢) شهر اللاحقة بينما استمرت الأسهم التي حققت خسائر خلال الفترة من (٣-١٢) شهراً الماضية إلى تحقيق أداء منخفض خلال (٣-١٢) شهراً اللاحقة، فضلاً عن قدرة إستراتيجية الزخم على تحقيق عوائد غير طبيعية من خلال شراء الأسهم ذات العوائد الايجابية السابقة والبيع على المكشوف للأسهم ذات العوائد السلبية السابقة على افتراض أن الأسهم الرابحة تميل إلى الاستمرارية في تحقيق عوائد إيجابية، في حين تميل الأسهم الخاسرة إلى الاستمرارية في تحقيق عوائد سلبية ( Ryou,et al,2020,4) ،كما اثبتوا إمكانية تلك الإستراتيجية على تحقيق عوائد غير طبيعية، ولا يمكن للمخاطر النظامية تفسير هذه العوائد (Raju&Chandrasekaran,2019:4).

تندرج تحت إستراتيجية زخم الاستثمار استراتيجيات فرعية مختلفة، وهذا الاختلاف ناتج عن اختلاف فترات التكوين والاحتفاظ وتصنف هذه الاستراتيجيات على أنها استراتيجيات (J/K) تشير الـ (J) إلى فترة تكوين المحفظة، وهي فترة العائد السابق المطلوب لقياس الزخم وغالباً ما تكون (٣ ،٦ ،٩ ،١٢) شهراً قبل وقت إنشاء المحفظة ، أما (k) فتشير إلى فترة الاحتفاظ أي مقدار الوقت الذي يحتفظ فيه المستثمر بالمحفظة، فإستراتيجية (٦/٣) تمثل المحفظة التي تظم الأسهم التي سجلت عوائد عالية لمدة ثلاثة أشهر سابقة قبل فترة إنشاء المحفظة، ويتم الاحتفاظ بها لستة أشهر لاحقة لتوليد العوائد (Ryou,et al,2020:4) (Pasaribu,2019:32).

قد يخلط بعض الباحثين بين إستراتيجية زخم الاستثمار وإستراتيجية الشراء والاحتفاظ على الرغم من أن إستراتيجية الزخم تستند إلى البحث عن الموجودات التي تتزايد أسعارها بالفعل إلا أنه ليس هنالك ضرورة على الشراء بسعر منخفض كما في إستراتيجية الشراء والاحتفاظ طالما هنالك اتجاه تصاعدي في الأسعار (Liem,2011:72)، كما يركز الاستثمار المستند إلى القيمة على شراء الأوراق المالية بخصم وبيعها بعلاوة فان إستراتيجية الزخم تستند على مبدأ الشراء بسعر مرتفع والبيع بسعر أعلى، فضلاً عن الحد من الخسارة التي تتكبدها الأسهم الخاسرة مع السماح للأسهم الرابحة بالاستمرار في الارتقاء إلى أفاق جديدة ( Mohapatra & Misra,2020:75).

هنالك جدل في أدبيات الفكر المالي حول مدى إمكانية إستراتيجية زخم الاستثمار على تحقيق عوائد غير طبيعية،إذ يرى (Liem) أن تكلفة التداول قد تجعل تلك الإستراتيجية غير مربحة، وما يزيد من تلك التكلفة هو تكرار عملية التداول الناتجة عن إعادة توازن المحفظة، فضلاً عن الزيادة التصاعدية في أسعار الأسهم (Liem,2011:77)، ويضيف كل من (Raju&Chandrasekaran,2019) بأن هنالك مشكلتين أساسيتين في تطبيق تلك الإستراتيجية، تتمثل الأولى في أن البيع على المكشوف قد يكون محظوراً في العديد من الأسواق المالية، وتتمثل الثانية بأن سيولة السوق أوسعته تمثل أحد قيود التنفيذ التي يصعب نمذجتها بدقة، لهذا عادةً ما تحقق التطبيقات العملية لتلك الإستراتيجية عوائد أقل، مما تقترحه النظرية (Chandrasekaran, & Raju 2019 :3)، وبغض النظر عن مدى إغراء استراتيجيات الاستثمار في البحوث الأكاديمية، إلا أن معظمها تفشل في التطبيق في الواقع العملي إلا أن كل من (Mohapatra, &Misra) يرى أن إستراتيجية زخم الاستثمار هي أحد الاستثناءات القليلة ولديها القدرة على تحقيق عوائد غير طبيعية ، وبهذا الصدد توصل كل من (Titman&Grinblatt&Wermers) إلى إن (٧٧%) من صناديق الاستثمار الأمريكية التي اعتمدت على الزخم قد حققت أداء جيداً مقارنة ببقية صناديق الاستثمار الأخرى (Mohapatra&Misra,2020:76)، وفي دراسة قام بها كل من (Steeley&Dawson, 2003) حول أنماط التحليل الفني في سوق المملكة المتحدة وجدوا أن الأسهم في ذلك السوق أقل تأثراً بالأنماط الفنية مقارنةً بالأسهم الأمريكية (Agyei-Ampomah,2006:92) مما يقودنا إلى استنتاج مفاده إن النتائج التجريبية الموجودة في أحد الأسواق قد لا تكون موجودة في جميع الأسواق أو الفترات الزمنية ضمن السوق نفسها.

**٢. تفسير عوائد محفظة زخم الاستثمار**

بغض النظر عن الأدلة التجريبية الخاصة بعوائد الزخم في مختلف الأسواق إلا أنه لا يوجد إجماع لحد الآن عن مصادر وجودها(Agyei-Ampomah,2006:92) وبعبارة أخرى لا يوجد إجماع حول سبب وجود ارتباط إيجابي بين العوائد قصيرة الأجل والأداء المستقبلي (drianus&Soekarno,2018:51)، إذ لم يكن من السهل تبرير علاوة الزخم ضمن إطار تسعير الموجودات الرأسمالية، إذ يرى كل من (Conrad&Kaul) أن العائد الأعلى لتلك الإستراتيجية قد يكون ناتجاً عن التباين المقطعي في متوسط عوائد الأوراق المالية الفردية، مما يعني أن علاوة الزخم ناتجة عن تعويض المستثمرين عن المستويات المرتفعة للمخاطر ، إلا أن كل من

(Grundy&Martin) و(Ji&Martin &Griffin) وجدوا نتائج متناقضة لذلك تماماً، إذ وجدوا أن الأسهم في محفظة الزخم تنطوي على مخاطر أقل (Agyei-Ampomah,2006 :92) ويرى كل من (drianus&Soekarno) أن عوائد الزخم ناتجة عن تعويض المستثمرين عن مخاطر غير معروفة، ومع ذلك وجدت الأبحاث السابقة أن إطار العمل التقليدي القائم على المخاطر كـ (CAPM) لا يمكنه تفسير عوائد الزخم ،فضلاً عن عدم وجود اتفاق بين الباحثين والمختصين في مجال الأسواق المالية حول عوامل المخاطر التي يمكن أن تنسب إليها عوائد الزخم (Adrianus&Soekarno,2018:51)، كما وجد كل من (Fama&French) أن أنموذجهم ذا الثلاثة عوامل قادر على التقاط جميع الحالات الشاذة التي تؤشر ضعف أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) باستثناء تأثير الزخم ، ومنذ ذلك الحين يعد تأثير الزخم أحد أبرز التحديات التجريبية والأكثر صلابة وقوة واستمرارية لفرضية كفاءة السوق ( & Boussaidi .(Dridi,2020:78

كما يمكن تفسير العوائد غير الطبيعية لإستراتيجية الزخم في إطار نظرية انخفاض ردة فعل الأسعار على الأخبار الجديدة ،فقد ترتبط المعلومات الجديدة في السوق تدريجياً بأسعار الأسهم (Ludvigsson,2008:25) ففي حال عدم استجابة السوق للمعلومات الجديدة فأسعار الأسهم تتكيف تدريجياً في الاتجاه نفسه مع المعلومات فعندما تكون تلك المعلومات خاصة بتحقيق أرباح غير متوقعة، وكانت تلك الأرباح إيجابية فذلك يجعل الأسهم تحقق عوائد غير طبيعية إيجابية، أما إذا كانت تلك الأرباح سلبية فذلك يجعل الأسهم تحقق عوائد غير طبيعية سلبية في الفترة التالية لإعلان الإرباح (Boussaidi&Dridi,2020:179)، ويبرر (Zaremba,et al,2019) ذلك بالقول إن هنالك بعض الأسهم قد تستجيب بشكل بطيء للمعلومات على المستوى الكلي أو الجزئي، كما جادلت بعض الدراسات بان التداول غير المنظم والأسعار غير المبررة قد تسهم في الارتباط الذاتي للعوائد غير الطبيعية(Zaremba,et al,2019:2)، كما يمكن تبرير عوائد محفظة الزخم وفقاً لنظرية الاحتمالات فوفقاً لهذه النظرية يميل المستثمرون إلى بيع الأسهم التي حققت عوائد إيجابية بصورة مبكرة جداً والاحتفاظ بالأسهم الخاسرة لفترة طويلة على أمل تجنب تلك الخسارة من خلال ارتفاع الأسعار، مما يؤدي إلى حدوث فجوة بين السعر والقيمة الحقيقية إلا أن سعر السوق سوف يتقارب مع القيمة الحقيقية مرة أخرى، وستظهر عملية التقارب على أنها زخم (Liem,2011:72).

**ثالثاً: الجانب التطبيقي**

**١. تشكيل محافظ الزخم**

تم تشكيل محافظ الزخم بناءً على أداء أسهم الشركات في فترات التكوين السابقة، إذ تم احتساب متوسط العوائد التراكمية لأسهم الشركات عينة البحث والبالغة (٥٠) سهما وللفترات (٣-٦-٩-١٢) شهراً، إذ امتدت الفترة الأولى من (٢٠١٩/١٠/١) لغاية (٢٠١٩/١٢/٣١)، أما الفترة الثانية فقد امتدت من (٢٠١٩/٧/١) ولغاية (٢٠١٩/١٢/٣١)، أما الفترة الثالثة فقد امتدت من (٢٠١٩/٤/١) ولغاية (٢٠١٩/١٢/٣١)، أما فترة التكوين الرابعة فامتدت من (٢٠١٩/١/١) ولغاية (٢٠١٩/١٢/٣١)، وتم تشكيل محفظتين لكل فترة، وهي المحفظة

الرابحة والمحفظة الخاسرة، تمثل الأولى المحفظة التي تحتوي على أسهم الشركات التي حققت أعلى متوسط للعائد، أما الثانية فتمثل المحفظة التي تحتوي على أسهم الشركات التي حققت أدنى متوسط للعائد خلال كل فترة من فترات التكوين، والجدول التالي يوضح المحافظ الخاسرة والمحافظ الرابحة التي تم تشكيلها ولكل فترة من فترات التكوين الأربع.

**الجدول (١): محافظ الأسهم الرابحة والخاسرة لكل فترة من فترات التكوين المحفظة الرابحة والخاسرة لفترة التكوين ثلاثة أشهر**

| المحفظة الرابحة | متوسط العائد | المحفظة الخاسرة | متوسط العائد |
|---|---|---|---|
| الصنائع الكيمياوية العصرية | 0.355119826 | دار السلام للتأمين | -0.06547619 |
| المنصور للصناعات الدوائية | 0.339652104 | الأمين للاستثمار المالي | -0.064220183 |
| الصناعات الكيمياوية | 0.331128748 | بغداد العراق للنقل العام | -0.039643825 |
| المصرف الدولي الإسلامي | 0.32 | الخاتم للاتصالات | -0.014102564 |
| المصرف الوطني الإسلامي | 0.172453704 | المصرف التجاري | -0.014036643 |
| المصرف المتحد | 0.122222222 | المعمورة العقارية | -0.007362923 |
| النخبة للمقاولات العامة | 0.102042484 | بغداد للمشروبات الغازية | -0.006904119 |
| العاب الكرخ السياحية | 0.099065601 | المصرف الأهلي العراقي | -0.005662393 |
| تسويق المنتجات الزراعية | 0.095419103 | مصرف الشرق الأوسط | 0 |
| فندق بابل | 0.077004448 | مصرف سومر التجاري | 0 |

المحفظة الرابحة والخاسرة لفترة التكوين ستة أشهر

| المحفظة الرابحة | متوسط العائد | المحفظة الخاسرة | متوسط العائد |
|---|---|---|---|
| مصرف الموصل للاستثمار | 0.347863248 | الأمين للاستثمار المالي | -0.061150496 |
| المنصور للصناعات الدوائية | 0.207186464 | مصرف سومر التجاري | -0.033285233 |
| الصناعات الكيمياوية | 0.199914681 | مصرف الخليج | -0.019818376 |
| الصنائع الكيمياوية العصرية | 0.194857958 | مصرف بغداد | -0.017533046 |
| المصرف الاهلي العراقي | 0.097473914 | مصرف الشرق الاوسط | -0.015151515 |
| المصرف الوطني الاسلامي | 0.088872354 | الزوراء للاستثمار المالي | -0.013888889 |
| تسويق المنتجات الزراعية | 0.076185875 | بغداد للمشروبات الغازية | -0.012237965 |
| انتاج الالبسة الجاهزة | 0.063526846 | مصرف ايلاف الاسلامي | -0.00877193 |
| دار السلام للتامين | 0.053356113 | مصرف جيهان | -0.008100629 |
| النخبة للمقاولات العامة | 0.046980838 | المصرف العراقي الاسلامي | -0.007305494 |

المحفظة الرابحة والخاسرة لفترة التكوين تسعة أشهر

| المحفظة الرابحة | متوسط العائد | المحفظة الخاسرة | متوسط العائد |
|---|---|---|---|
| المنصور للصناعات الدوائية | 0.151571907 | الامين للاستثمار المالي | -0.044034971 |
| مصرف الموصل للاستثمار | 0.150890313 | مصرف سومر التجاري | -0.033301267 |
| الصنائع الكيمياوية العصرية | 0.138362582 | الوئام للاستثمار المالي | -0.020833333 |
| الصناعات الكيمياوية | 0.136829652 | مصرف الخليج | -0.013212251 |
| المصرف الدولي الاسلامي | 0.106666667 | الزوراء للاستثمار المالي | -0.009259259 |
| المصرف الاهلي العراقي | 0.092296909 | مصرف الشرق الاوسط | -0.009090909 |
| المصرف الوطني الاسلامي | 0.055829433 | الخاتم للاتصالات | -0.008854904 |
| تسويق المنتجات الزراعية | 0.047473138 | الاهلية للانتاج الزراعي | -0.008395204 |
| المصرف االاستثمار العراقي | 0.044929709 | مصرف جيهان | -0.005400419 |
| مصرف بغداد | 0.043510733 | مصرف اسيا العراقي الاسلامي | -0.004830918 |

المحفظة الرابحة والخاسرة لفترة التكوين اثني عشر شهراً

| المحفظة الرابحة | متوسط العائد | المحفظة الخاسرة | متوسط العائد |
|---|---|---|---|
| المنصور للصناعات الدوائية | 0.113699599 | مصرف سومر التجاري | -0.044651876 |
| مصرف الموصل للاستثمار | 0.113514957 | الامين للاستثمار المالي | -0.033621466 |
| الصناعات الكيمياوية | 0.102755341 | مصرف الخليج | -0.023826743 |
| الصنائع الكيمياوية العصرية | 0.069058183 | الوئام للاستثمار المالي | -0.b023200758 |
| المصرف الاهلي العراقي | 0.062261217 | مصرف الشرق الاوسط | -0.019638695 |
| الخياطة الحديثة | 0.04766239 | مصرف إيلاف الإسلامي | -0.013981925 |
| فندق بابل | 0.045706055 | الخاتم للاتصالات | -0.011027143 |
| بغداد لصناعة مواد التغليف | 0.03696851 | المصرف المتحد | -0.007374339 |
| الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية | 0.031461176 | الزوراء للاستثمار المالي | -0.006944444 |
| تسويق المنتجات الزراعية | 0.031320943 | الاهلية للانتاج الزراعي | -0.006242984 |

**Source**: Prepared by researchers using Excel

يتضح من خلال الجدول (١) أن المحافظ التي تم تشكيلها في بداية فترة الاحتفاظ أي في يوم ٢٠٢٠/١/١ تعتمد على مقدار العوائد التي يحققها كل سهم خلال فترة التكوين، فالمحافظ الرابحة والخاسرة لفترة التكوين ثلاثة أشهر تعتمد على متوسط عوائد الأسهم خلال تلك الفترة، فالأسهم العشرة ذات العوائد الأعلى مقارنةً ببقية الأسهم عينة البحث يتم وضعها في المحفظة الرابحة وبأوزان متساوية ، أما الأسهم التي حققت أقل عائد مقارنةً ببقية الأسهم عينة البحث يتم وضعها في المحفظة الخاسرة وبأوزان متساوية، وهذا ما يتضح جلياً من خلال الجدول (١) إذ تم ترتيب أسهم المحفظة الرابحة تنازلياً من حيث العائد ابتداءً بالأسهم ذات العوائد المرتفعة وانتهاءً

بالأسهم الأقل عائد، فضلاً عن ترتيب أسهم المحفظة الخاسرة ابتداءً بالأسهم الأكثر خسارة (والتي حققت عوائد سالبة) وانتهاءً بالأسهم الأقل خسارة أو غير الرابحة.

**٢. احتساب عوائد محافظ الزخم**

بعد أن تم تشكيل المحافظ الرابحة والخاسرة ولكل فترة من فترات التكوين، يتم احتساب عوائد كل من المحفظة الرابحة والخاسرة بافتراض أن المستثمر يقوم ببيع الأسهم في المحفظة الخاسرة على المكشوف ،أي بيعها بسعر مرتفع على أن يتم إعادة شرائها عند انخفاض سعرها أكثر، وشراء الأسهم الرابحة على أمل ارتفاع سعرها وتحقيق عوائد أعلى، ويتم إعادة توازن المحافظ شهرياً اعتماداً على مقدار العوائد التي تحققها، أي يتم شراء الأسهم الرابحة ذات العوائد الأعلى وبيع الأسهم الخاسرة، ومن ثم احتساب عوائدها لكل شهر، والجدول (٢) يوضح متوسط العائد الشهري لكل من المحفظة الخاسرة(L) والرابحة (W) ومحفظة الزخم (المحفظة الرابحة ناقص المحفظة الخاسرة) ولكل إستراتيجية من استراتيجيات زخم الاستثمار الأربع المطبقة في هذا البحث.

**الجدول (٢): عوائد محافظ استراتيجيات الزخم**

| W-L | W | L | J/K |
|---|---|---|---|
| -0.2716 | -0.4498 | -0.1783 | 3/3 |
| -0.2206 | -0.3034 | -0.0828 | 6/3 |
| -0.0913 | -0.0646 | 0.0267 | 9/3 |
| -0.0790 | -0.0311 | 0.0479 | 12/3 |
| -0.4297 | -0.5399 | -0.1102 | 3*6 |
| -0.2997 | -0.3484 | -0.0487 | 6/6 |
| -0.1440 | -0.0946 | 0.0494 | 9/6 |
| -0.1186 | -0.0537 | 0.0649 | 12/6 |
| -0.3787 | -0.4498 | -0.0711 | 3/9 |
| -0.2742 | -0.3034 | -0.0292 | 6/9 |
| -0.1270 | -0.0646 | 0.0625 | 9/9 |
| -0.1058 | -0.0311 | 0.0747 | 12/9 |
| -0.3607 | -0.4318 | -0.0711 | 3/12 |
| -0.2652 | -0.2944 | -0.0292 | 6/12 |
| -0.1210 | -0.0586 | 0.0625 | 9/12 |
| -0.1013 | -0.0266 | 0.0747 | 12/12 |

يتضح من خلال الجدول (٢) أن المحافظ الخاسرة المستندة على بيع الأسهم التي حققت خسائر خلال فترات التكوين السابقة على افتراض استمراريتها في تحقيق تلك الخسائر قد حققت عوائد جيدة في ثمان استراتيجيات من استراتيجيات زخم الاستثمار المطبقة والبالغة (١٦) إستراتيجية، أي أنها حققت عوائد إيجابية خلال فترات الاحتفاظ البالغة (٣ و٦) أشهر ولكافة الاستراتيجيات المطبقة، وحققت خسائر لفترات الاحتفاظ البالغة (٩ و١٢) شهراً ولكافة الاستراتيجيات المطبقة، أما المحافظ الرابحة فقد حققت خسائر ولكافة الاستراتيجيات المطبقة، كما يتضح أن محافظ الزخم الناتجة عن حاصل طرح عوائد المحافظ الرابحة من عوائد المحافظ الخاسرة قد حققت خسائر ولكافة الاستراتيجيات المطبقة، مما يعني فشل استراتيجيات زخم الاستثمار في تحقيق عوائد إيجابية.

**٣. تقييم أداء محافظ الزخم ومقارنتها مع أداء محفظة السوق**

يتم تقييم أداء محافظ الزخم ومقارنة أدائها مع أداء محفظة السوق المعبر عنها بمؤشر السوق باستخدام نسبة شارب (Sharpe Ratio) التي يتم حسابها من خلال قسمة عوائد المحفظة على مخاطرها المعبر عنها بالانحراف المعياري لعوائد المحفظة والجدول (٣) يوضح ذلك.

**الجدول ٣: مقارنة أداء محافظ الزخم مع محفظة السوق**

| نسبة sharpe لمحفظة السوق | نسبة sharpe لمحافظ الزخم | مخاطر محفظة السوق | مخاطر محافظ الزخم | عوائد محفظة السوق | W-L | J/K |
|---|---|---|---|---|---|---|
| -3.907139153 | -0.749452476 | 0.008733 | 0.362353 | -0.0341 | -0.2716 | 3/3 |
| -0.699599575 | -0.298479731 | 0.029005 | 0.739121 | -0.0203 | -0.2206 | 6/3 |
| -0.034274468 | -0.145215759 | 0.039271 | 0.628808 | -0.0013 | -0.0913 | 9/3 |
| 1.400323771 | -0.121643584 | 0.026511 | 0.649538 | 0.0371 | -0.0790 | 12/3 |
| -3.907139153 | -0.652291996 | 0.008733 | 0.658787 | -0.0341 | -0.4297 | 3*6 |
| -0.699599575 | -0.36908867 | 0.029005 | 0.811973 | -0.0203 | -0.2997 | 6/6 |
| -0.034274468 | -0.207265829 | 0.039271 | 0.69491 | -0.0013 | -0.1440 | 9/6 |
| 1.400323771 | -0.169844298 | 0.026511 | 0.697997 | 0.0371 | -0.1186 | 12/6 |
| -3.907139153 | -0.649122804 | 0.008733 | 0.583352 | -0.0341 | -0.3787 | 3/9 |
| -0.699599575 | -0.349713635 | 0.029005 | 0.783964 | -0.0203 | -0.2742 | 6/9 |
| -0.034274468 | -0.189508494 | 0.039271 | 0.670224 | -0.0013 | -0.1270 | 9/9 |
| 1.400323771 | -0.155636939 | 0.026511 | 0.679706 | 0.0371 | -0.1058 | 12/9 |
| -3.907139153 | -1.317997129 | 0.008733 | 0.273679 | -0.0341 | -0.3607 | 3/12 |
| -0.699599575 | -0.366721719 | 0.029005 | 0.723118 | -0.0203 | -0.2652 | 6/12 |
| -0.034274468 | -0.204048194 | 0.039271 | 0.593127 | -0.0013 | -0.1210 | 9/12 |
| 1.400323771 | -0.16195671 | 0.026511 | 0.62546 | 0.0371 | -0.1013 | 12/12 |

**Source**: Prepared by researchers using Excel

يتضح من خلال الجدول (٣) أن محفظة السوق قد حققت خسائر لفترات الاحتفاظ (٣، ٦، ٩) أشهر، في حين كانت عوائدها ايجابية لفترة الاحتفاظ (١٢) شهراً ،وعلى الرغم من تلك الخسائر إلا أن أدائها المقاس بالعائد كان أفضل من أداء محافظ الزخم، لأن الخسائر التي حققتها محافظ الزخم كانت أكبر من خسائر محفظة السوق ولكافة الاستراتيجيات المطبقة،مما يعني رفض فرضية البحث الأولى والتي تنص على أن تطبيق إستراتيجية زخم الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية وتشكيل محفظتها يمكن المستثمرين من تحقيق عوائد أعلى من عوائد محفظة السوق ،كما يتضح أن مخاطر محافظ الزخم كانت أكبر بكثير من مخاطر محفظة السوق ولكافة الاستراتيجيات المطبقة، كما ويتضح أن نسبة شارب لكل محافظ الزخم كانت أقل من نسبة شارب لمحفظة السوق، مما يعني تفوق محفظة السوق على محافظ الزخم من حيث الأداء باستثناء استراتيجيات الزخم ذات فترة الاحتفاظ (٩) أشهر ،إذ بلغت نسبة شارب لمحفظة الزخم لإستراتيجية ٣/٣ (0.749452476-) مما يعني أن كل وحدة من المخاطر يقابلها (0.749452476-) وحدة من العائد، تقابلها نسبة شارب لمحفظة السوق وللاستراتيجية نفسها والتي بلغت (3.907139153-) مما يعني أن كل وحدة من المخاطر يقابلها (3.907139153-) وحدة من العائد، أما بالنسبة للاستراتيجيات التي تتضمن فترات الاحتفاظ (٩) أشهر فقد حققت محافظ الزخم أداء أفضل من محفظة السوق، لأن نسب شارب لها كانت أكبر، ومن خلال ما سبق وبناء على متوسط نتائج نسب شارب يمكن رفض فرضية البحث الثانية والتي تنص على أن محفظة الزخم تحقق أداء أفضل من أداء محفظة السوق مقاساً بالعوائد المعدلة بحسب المخاطر، وبناء على نتائج البحث يمكن الإقرار بفشل إستراتيجية زخم الاستثمار في تحقيق عوائد أعلى للمستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية فضلاً عن عدم إمكانية الاعتماد على العوائد التاريخية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للتنبؤ في العوائد المستقبلية لتلك الأسهم، مما يعني أن السوق تتمتع بالكفاءة في الشكل الضعيف ،وهذا ما يدفعنا إلى رفض فرضية البحث الثالثة والتي تنص على إمكانية الاعتماد على عوائد الأسهم التاريخية للتنبؤ بعوائدها المستقبلية، مما يعني ضمناً رفض فرضية كفاءة السوق في شكلها الضعيف .

**رابعاً. الاستنتاجات والتوصيات**

**١. الاستنتاجات**

أ. إن الانتشار الكبير والواسع لإستراتيجية زخم الاستثمار من خلال الدراسات والبحوث الأكاديمية افقدها أهميتها باعتبارها أحدى قواعد الاستثمار الناجح، وما يبرر ذلك فشلها في تحقيق عوائد أعلى معدلة بحسب المخاطر مقارنةً بمحفظة السوق.

ب. إن فشل إستراتيجية زخم الاستثمار في تحقيق عوائد أعلى معدلة بحسب المخاطر قد يشير ضمناً إلى نجاح الإستراتيجية المعاكسة لإستراتيجية الزخم في تحقيق ذلك العائد، إذ تبنى الإستراتيجية المعاكسة على شراء الأسهم التي تحقق خسائر أثناء فترات التكوين ( ٣، ٦، ٩، ١٢) شهراً والبيع على المكشوف للأسهم الرابحة خلال تلك الفترات على اعتبار أن خسارة الأسهم ستنعكس إلى أرباح وبالعكس.

ت. في حال أخذ تكلفة التداول سيولة للأسهم في نظر الاعتبار عنده تطبيق استراتيجيه زخم الاستثمار فقد يؤدي ذلك إلى خسارة المستثمرين وبنسبة أكبر بسبب ارتفاع تلك التكاليف الناتجة عن تكرار عمليات التداول عنده إعادة عمليات التوازن الشهرية للمحافظ الرابحة والخاسرة، فضلاً عن التكاليف الناتجة عن انخفاض سيولة الأسهم المدرجة في السوق.

ث. عدم إمكانية الاعتماد على حجم التداول والأسعار التاريخية للأسهم في التنبؤ بتحركات أسعارها وعوائدها المستقبلية في سوق العراق للأوراق المالية باعتباره ميداناً للتطبيق، لأن السوق المذكورة يتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

ج. اتصفت سوق العراق للأوراق المالية خلال فترة البحث بأنها سوق هابطة (سوق الدب) لأن محفظة السوق المعبر عنها بمؤشرة قد حققت خسارة أثناء تلك الفترة.

ح. لا يمكن تعميم نتائج هذا البحث على أسواق الأسهم الأخرى في بقية الدول لان النتائج التجريبية الموجودة في أحد الأسواق قد لا تكون موجودة في جميع الأسواق أو الفترات الزمنية ضمن السوق نفسها.

**٢. التوصيات**

أ. حث المستثمرين والأكاديميين على البحث واختبار استراتيجيات تداول أخرى، كإستراتيجيات تداول أسهم القيمة وأسهم النمو وإستراتيجية التداول القائمة على المستحقات للتعرف على مدى قدرتها على تحقيق عوائد أعلى معدلة بحسب المخاطر في محاولة لاكتشاف طرائق وأساليب انتقاء الأسهم المراد الاستثمار بها.

ب. إن الاحتمالية الكبيرة لنجاح الإستراتيجية المعاكسة يستلزم إعادة اختبار تلك الإستراتيجية في ميدان التطبيق ذاته.

ت. حث الشركات على زيادة مستوى الإفصاح والشفافية من أجل تقليل عدم تماثل المعلومات التي تمثل العقبة الأساسية أمام زيادة سيولة الأسهم المتداولة في السوق.

ث. حث إدارة سوق العراق للأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية على العمل على إصدار التوجيهات والتعليمات التي من شانها أن تقلل من تكاليف التداول إلى حدها الأدنى.

ج. إعادة إنتاج سيناريو البحث في فترات أكثر استقراراً من الفترة الحالية للبحث للتعرف على ما إذا كان سبب فشل إستراتيجية زخم الاستثمار يعود إلى كون السوق في فترة البحث هي سوق هابطة أم لا.

ح. التوجيه بإجراء بحوث مستقبلية تكون فيها الفترة الزمنية أطول، فضلاً عن تطبيق تلك الاستراتيجيات في الأجل القصير بمشاهدات يومية وأسبوعية.

**Referenec**

Adrianus ,Rio & Soekarno, Subiakto,2018, Determinants Of Momentum Strategy And Return In Short Time Horizon: Case In Indonesian Stock Market, International Journal Of Trade And Global Markets, *Vol. 11, Nos. 1/2,*, Https://Www .Researchgate .Net/Publication/325940969.

Agyei-Ampomah,Sam ,2006, On The Profitability Of Volume-Augmented Momentum Trading Strategies: Evidence From The Uk, Investment Management And Financial Innovations, Volume 3, Issue 3.

Bird , John O. & Ross, Cart T.F,2015,Mechanical engineering principles,3rd edition , Routledge , Inc.

Boussaidi ,Ramzi & Dridi ,Ghada,2020, The Momentum Effect In The Tunisian Stock Market:Risk Hypothesis Vs.Underreaction Hypothesis, Borsa Istanbul ,Review 20-2 178e195 ,Http://Www.Elsevier.Com/ Journals/ Borsa-Istanbul-Review /2214-8450.

Choi ,Jaehyung ,2014, Applications Of Physics And Geometry To Finance, The Graduate School In Partial Ful_Llment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy In Physics Stony Brook University.

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, 2020, Vol. 8, Issue 2, 1-14.

Iraq Stock Exchange, 2019, Companies Directory.

Iraq Stock Exchange, 2020, Companies Directory

Liem ,Ronald W. ,2011, Momentum Investing Strategy In Idx: An Experiment, *Journal Of Applied Finance And Accounting, 5* (1), 71-109.

Ludvigsson ,Anita , 2008, Momentum Investment Strategy An Empirical Study Of The Canadian Stock Market And The Swedish Stock Market, Independent Thesis Advanced Level Degree Of Master, Umeå University, Faculty Of Social Sciences, Umeå School Of Business.

Mohapatra, Sabyasachi & Misra ,Arun, Kumar,2020, Momentum Returns: A Portfolio-Based Empirical Study To Establish Evidence, Factors And Profitability In Indian Stock Market , IIMB Management Review (2020) 32, 75–84, Www.Elsevier.Com/Locate/Iimb.

Pasaribu, Rowland Bismark ,2019, Value At Risk Of Momentum Investment Strategy: Indonesia's Liquid Stocks Portfolio, Jurnal Manajemen Indonesia ,Vol. 19(1), Pp. 30-45. Journals. Telkomuniversity.Ac.Id/Ijm.

Raju ,Rajan & Chandrasekaran ,Abhijit , 2019, Implementing A Systematic Long-Only Momentum Strategy:Evidence From India.

Romeu, Rafael & Serajuddin, Umar,2001, technical Analysis for Direct Access trading, 1st , McGraw-Hill , Inc.

Ryou ,Hosun & Bae, Han ,Hee & Lee, Hee ,Soo & Oh, Kyong, Joo ,2020, Momentum Investment Strategy Using A Hidden Markov Model, Sustainability ,2020, 12, 7031; Doi:10.3390/Su12177031Www.Mdpi.Com/Journal /Sustainability.

Sjobeck ,Erik & Verngren, Joel,2018, Magic Formula Has Its Magic And Momentum Has Its Moments.-*A Study On Magic Formula And Momentum On The Swedish Stock Market.*

Thomas, Asha E. & Dileep Kumar, M.C.,2016, Momentum And Contrarian Strategies In The Indian Stock Market -An Evaluative Study.

Wei-qi ,Liu & Jingxing, Zhang,2018, BM(book-to-market ratio) factor: medium term momentum and long-term reversal, Financial Innovation , 4:1.DOI 10.1186/s40854-017-0085-6 .

Xu ,Fangming & Zhao ,Huainan & Zheng ,Liyi ,2020, Investment Momentum: A Two-Dimensional Behavioural Strategy, International Journal Of Finance & Economics , 2020;1–17, Wileyonlinelibrary.Com/Journal/Ijfe.

Zaremba ,Adam & Long, Huaigang & Karathanasopoulos& Andreas ,2019, Short-Term Momentum (Almost) Everywhere, Journal Of International Financial Markets, Institutions & Money,: Www.Elsevier.Com/ Locate/ Intfin.