

UKJAES

University of Kirkuk Journal
For Administrative
and Economic Science

ISSN 2222-2995

University of Kirkuk Journal For Administrative
and Economic Science



Alhusaeny Duaa Numman. Application of momentum strategies and their role in market anomalies an applied study in the Iraqi Stock Exchange. *University of Kirkuk Journal For Administrative and Economic Science* (2023) 13 (3):240-247.

Application of momentum strategies and their role in market anomalies an applied study in the Iraqi Stock Exchange

Duaa Numman Alhusaeny¹

¹ College of Administration and Economics / University of Mosul, Mosul, Iraq

duaa_numaan@uomosul.edu.iq¹

Abstract: The research aims to provide a multi-dimensional and detailed picture of a financial literature that framed the phenomenon of investment momentum, as well as to provide empirical evidence based on modern financial thought. This will demonstrate the extent of success achieved by applying the investment momentum strategy. That the result a market anomaly to reach investment opportunities. This will result a exceptional returns that is more than the natural returns on the market. In addition to determining the level of weak market efficiency by adopting a series of monthly data for six companies listed on the Iraqi Stock Exchange. A period of fifteen months, during the period 1/1/2022 until 3/31/2023. The research concluded that it is not possible to achieve unusual profits based on investment momentum strategies. This certify the failure of the momentum strategy to achieve returns which exceed the natural returns of investors resulting from the anomaly of the Iraqi stock market. The market efficient that weak enough, as it is not possible to predict future returns based on historical returns. Volatile returns are not related to risks, but rather are due to the behaviour of investors and the level of optimism and pessimism among them.

Keywords: Market Anomaly, Market Efficiency, Market Portfolio, Momentum Strategy.

تطبيق استراتيجيات الزخم ودورها في شذوذ السوق

- دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية

أ.م.د. دعاء نعمان الحسيني^١

^١ جامعة الموصل- كلية الإدارة والاقتصاد- قسم العلوم المالية والمصرفية

المستخلص: يسعى البحث الى تقديم صورة متعددة الابعاد وتفصيلية عن الادبيات المالية التي اطرت ظاهرة زخم الاستثمار فضلا عن تقديم ادلة تجريبية مستندة الى الفكر المالي الحديث لبيان مدى النجاح الذي يحققه تطبيق استراتيجيات الزخم وما ينتج عنها من شذوذ للسوق للوصول الى فرص استثمارية ينجم عنها عوائد استثنائية تفوق العوائد الطبيعية في السوق، فضلا عن الوقوف على مستوى ضعف كفاءة السوق. وذلك باعتماد سلسلة بيانات شهرية لستة شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية على مدى خمسة عشر شهرا، للفترة ٢٠٢٢/١/١

ولغاية ٢٠٢٣/٣/٣١. توصل البحث الى عدم امكانية تحقيق ارباح غير اعتيادية بالاستناد الى استراتيجيات زخم الاستثمار، وهو ما يقر بفشل استراتيجية الزخم في تحقيق عوائد تتفوق على العوائد الطبيعية للمستثمرين الناتجة من شذوذ سوق العراق للأوراق المالية. وانه سوقا كفاءة بالشكل دون الضعيف بحيث لا يمكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية بالاعتماد على العوائد التاريخية. ولا ترتبط العوائد المتقلبة بالمخاطر، بل تعود الى سلوك المستثمرين ومستوى سيادة حالة التفاوض والتشاور بينهم.

الكلمات المفتاحية: استراتيجية الزخم، شذوذ السوق، كفاءة السوق، محفظة السوق.

Corresponding Author: E-mail: duaa_numaan@uomosul.edu.iq

١ المقدمة

يحاول المستثمرون باستمرار إيجاد طرق يمكنهم من خلالها تحقيق عوائد كبيرة، في سوق كفوء (تعكس فيه أسعار الأوراق المالية دائماً المعلومات المتاحة بالكامل) ويكون العائد الحقيقي المتوقع على أي ورقة مالية مساوياً لقيمة التوازن المتوقعة، والتي هي بالطبع أيضاً تقييم السوق لقيمتها المتوقعة، إلا أن في أواخر السبعينيات، وما تم اكتشافه من انحرافات منهجية عن التوقعات النظرية (شذوذ السوق) اثبت أن فرضية السوق الكفوء ضرباً من الخيال، حيث اظهرت الحالات الشاذة في السوق إمكانية تحقيق فرص للربح باستخدام استراتيجيات تداول الزخم، والتي تعتمد على زخم سعر السهم، منطلقاً من افتراض اساسي هو أن أداء الأسهم السابق سيستمر في المستقبل. بعبارة أخرى، ستستمر أسعار الأسهم التي ارتفعت قيمتها في الماضي بالارتفاع في المستقبل. الأمر نفسه ينطبق على أسعار الأسهم التي انخفضت في الماضي، حيث تتضمن استراتيجية تداول الزخم النقاط الأسهم التي كان أدائها جيداً في الماضي، وتحقيق عائد إيجابي عند بيعها في وقت لاحق، كما يمكن تحقيق عائداً إيجابياً عند بيع الأسهم التي انخفض سعرها في الماضي على المكشوف. وفي هذا الاطار يستمر الجدل حول ما إذا كانت استراتيجية الزخم مربحة حقاً، وتولد عوائد غير طبيعية ام لا، ومن هذا المنطلق جاء البحث لاختبار امكانية تطبيق استراتيجية الزخم كاستراتيجية استثمارية للتداول في سوق العراق للأوراق المالية. تم تقسيم البحث الى اربعة محاور ركز الاول على المنهجية المعتمدة وبعض الدراسات ذات العلاقة، واطر الثاني الجانب النظري والمفاهيمي من تأصيل لاستراتيجية الزخم وتداعياتها فضلاً عن الشذوذ في سوق الأوراق المالية، وخصص الرابع للقياس واختبار الفرضيات واختتم البحث بأهم الاستنتاجات والمقترحات.

٢ منهجية البحث

اولاً: مشكلة البحث

نظراً لأهمية الاستثمار في أسواق المال، بعده أحد أبرز الوسائل لتنمية المال عبر الاستثمار الصحيح محسوب المخاطر، والذي يظهر من خلال تبني طريقة تداول (استراتيجية) يمكن تكرارها عند نجاحها، ويمكن تطويرها أو تغييرها عند عدم تحقق النتائج المأمولة، فقد جاءت الدراسة لفحص استراتيجية الزخم والتحقق من مدى امكانية ظهور لشذوذ السوق نتيجة تطبيقها، وعلى هذا النحو يمكن صياغة المشكلة البحثية من خلال التساؤلات المطروحة والمتمثلة ب:

١. هل يمكن تطبيق استراتيجية الزخم في سوق العراق للأوراق المالية؟
٢. هل يمكن الاستفادة من شذوذ السوق؟
٣. ما هو مستوى ضعف كفاءة سوق العراق للأوراق المالية؟
٤. هل يمكن الاعتماد على العوائد التاريخية للتنبؤ بالعوائد المستقبلية؟

ثانياً: أهمية البحث

تتجلى أهمية البحث في دراسة وتطبيق استراتيجية الزخم بوصفها نهجاً استثمارياً صالحاً للتطبيق في سوق العراق للأوراق المالية، فضلاً عن التحقيق في كفاءة سوق العراق على المستوى الضعيف، من خلال تطبيق هذه الاستراتيجية ورسم خارطة طريق لمزيد من الدراسات حول الربط بين استراتيجية الزخم الاستثمارية وكفاءة وشذوذ سوق العراق وفي أسواق أخرى، مع تقديم دليل عمل ارشادي للمستثمر العراقي للإفادة من تطبيق هذه الاستراتيجية على النحو الذي يمكنه من الاستفادة من ظاهرة شذوذ السوق في سوق العراق للأوراق المالية.

ثالثاً: هدف البحث

يرمي البحث الى التعرف على امكانية الاستفادة من ظاهرة شذوذ السوق بعده نتيجة لنجاح استراتيجية الزخم كنهج استثماري في سوق العراق للأوراق المالية، ومن ثم محاولة تقديم رؤى مستقبلية واضحة لا رشاد متخذي القرار في ادراك الدور الذي تلعبه منهجية الزخم في تحقيق المزيد من المكاسب، فضلاً عن الوقوف على مستوى ضعف كفاءة السوق من خلال العرض المعرفي والمفاهيمي لاستراتيجية الزخم وتغطية كافة جوانبها.

رابعاً: فرضية البحث

لغرض اختبار العلاقات والآثار التي تتركها استراتيجية الزخم فقد تم طرح الفرضيات التالية :

١. يمكن تطبيق استراتيجية الزخم في سوق العراق للأوراق المالية، والافادة من شذوذ السوق ذاته.
٢. ان ضعف مستوى كفاءة سوق العراق للأوراق المالية تسبب بعدم امكانية التنبؤ بالعوائد المستقبلية بالاعتماد على العوائد التاريخية.

خامساً: مدة البحث وعينته

تمتد مدة البحث لتغطي (١٥) شهرا للفترة من ١-١-٢٠٢٢ لغاية ٣١-٣-٢٠٢٣ بمشاهدات شهرية، أما عينة البحث فتتمثل بأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق لأوراق المالية والتي تتصف باستمرارية تداولها الشهري ومن دون توقف خلال مدة البحث وبالغلة (٦) أسهم وكما يلي:

جدول ١: أسهم الشركات عينة البحث

اسم الشركة	الرمز	القطاع
مصرف بغداد	BBOB	مصارف
المصرف الأهلي العراقي	BNOI	مصارف
مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	BMFI	مصارف
اسياسيل	TASC	اتصالات
بغداد للمشروبات الغازية	IBSD	صناعة
المعمورة للاستثمارات العقارية	SMRI	خدمات

المصدر: من اعداد الباحثة بالاستناد الى المعطيات المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية.

سادساً: الدراسات ذات العلاقة

لغرض تحديد الفجوة البحثية بشكل اكثر تفصيلا، وبعد مناقشة الأطر السابقة كان لابد من الولوج في بعض الادبيات التي تمحورت حول انعكاسات استراتيجيات الزخم بوصفها اسلوبا يعتمد على المستثمرين للتوصل الى ارباح مرضية:

الدراسة الاولى ناقشت البعد الزمني أو توقيت التداول من خلال سلسلة زمنية لاثنتين من حالات الشذوذ المعروفة في سوق الاوراق المالية هما شذوذ سوق الزخم الزمني وشذوذ الانعكاس الزمني، وذلك باعتماد مدخل يتحدى فرضية كفاءة السوق (EMH) لاختبار استراتيجيات تداول الموجودات في السوق الامريكية بين عشية وضحاها واستراتيجيات حركة الموجودات خلال النهار لمدة (١٦) عام. خلصت الدراسة الى تحقيق قطاع الطاقة الامريكي بما فيها شركات الغاز الطبيعي والنفط الخام مراكز مالية عالية بين عشية وضحاها سببها تبني استراتيجية مصممة بعناية على اساس الزخم الزمني، بينما توصل قطاع مناجم الذهب وما يضمه من شركات تعدين الى مراكز مالية مرموقة من خلال الصفقات اليومية المبنية على استراتيجية الانعكاس الزمني , Basdekidou (2017,17).

اختبرت **الدراسة الثانية** انماط انعكاس استراتيجية الزخم في الامد القصير لاسهم ثلاثة اسواق صينية ناشئة (SE,GEM,SZSE) وذلك بتحليل العوائد الاسبوعية الممتدة من الاسبوع الثالث عشر لعام ٢٠١٠ ولغاية الاسبوع الاخير من شهر شباط ٢٠١٧ ، تلك الاسواق التي شهدت ميل المستثمرين الصينيين الى الانخراط في تجارة المضاربة وتداول بشكل اكثر تكرارا مما يؤثر ارتفاع معدل الدوران . لغرض التوصل الى قدرة استراتيجية محفظة الربح ناقصا محفظة الخاسرين على توليد الارباح تم اثبات بالدليل التجريبي بأن العوائد تزداد كلما طالت فترة التشكيل وقصرت فترة الاحتفاظ، مما يشخص الارتفاع في مؤشر اداء الاسواق الثلاثة، الا انه يختفي بسرعة اكبر. كما ينتشر نمط انعكاس العائد للشركات ذات معدل الدوران المرتفع مقارنة بالشركات ذات المعدل المنخفض (Yu,et.al, 2019,87).

اما **Akhter** وزميله فقد ركزا في بحثهما بعنوان: فرضية السوق التكيفية وتأثير الزخم – ادلة من بورصة دكا، على تفسير الارباح المتقلبة في ظل فرضية السوق التكيفية (AMH) وما اذا كانت تقدم مبررا لوجود السلوك الشاذ في البورصة، وذلك باستخدام محفظة مشكلة من جميع الشركات المدرجة في السوق وفقا لأسلوب (Jegadeesh&Titman) فضلا عن قيم المؤشر العام للسوق البنغلادشية للفترة الممتدة من كانون الثاني ١٩٩٥ ولغاية كانون الاول ٢٠١٨ . اشارت النتائج الى وجود ارباح زخمية متوسطة المدى وتأثير انعكاسي طويل المدى يتغير بمرور الوقت، علاوة على ذلك فإن السلوك المتغير للسوق سببه (AMH) ، وعند هذه الظروف لم يتم تسجيل ارباح غير اعتيادية ذات دلالة احصائية ناتجة عن استراتيجية الزخم اثناء سنوات السوق الصاعدة ، ولكن حالة السوق الطبيعية تؤثر ايجابيا على ارباح الزخم ، وارشدت المستثمرين بعدم تنفيذ استراتيجية الزخم خلال فقاعات السوق وانهياراتها (A khter &Yong,2019,26-28).

وبعد عرض بعض الادبيات المرجعية يمكن تحديد الفجوة البحثية من حيث الاطار الزمني الذي غطى خمسة عشر شهرا لسلسلة بيانات شهرية فضلا عن الحدود المكانية المتمثلة بشركات تنتمي لقطاعات مختلفة تعمل في سوق العراق للأوراق المالية بما فيها قطاع المصارف والاتصالات والخدمات وغيرها ، ثم اعتماد نسبة (Sharp) لمقارنة مخاطر محفظة الزخم مع مخاطر محفظة السوق اثناء فترات الاحتفاظ .

سابعا: الاطار النظري والمفاهيمي

أ- تأصيل استراتيجيات زخم الاستثمار

اسفرت الجهود العلمية عن وجود العديد من استراتيجيات الاستثمار الديناميكية المربحة القائمة على نمط معين ، ومع ذلك ليس هناك اجماع حول السبب الكامن وراء هذه الارباح ، اي الاسباب التي تجعل من المرجح ان تولد بعض الأنماط اداء افضل من غيرها ، لابل لازالت قيد الجدال والنقاش ، وتؤكد نظرية كفاءة السوق انه من المستحيل التغلب على السوق باستمرار عندما تعكس اسعار الموجودات جميع المعلومات المتاحة بالكامل فيما اذا كانت السوق كفوءة بصيغته القوية ، وبالتالي فإن المحافظ المختارة بعناية تنتج ارباحا تفوق المحافظ القائمة على مجموعة عشوائية من الاسهم . ربما يكون الاستثمار محفوف بالمخاطر ، وقد تشير ربحية استراتيجيات الاستثمار المعدة وفق اسلوب معين احداها الزخم الى عدم كفاءة السوق او سوء تحديد نماذج تسعير الموجودات . (Su,2021,102).

تعد استراتيجية الزخم واحدة من الاستراتيجيات الاستثمارية في الاسواق المالية الاكثر شهرة تلك التي وضع اسسها العالم نيوتن وفق قانونه المرتبط بالحركة (الزخم) ومفاده ان الجسم يستمر في حركته او سكونه ما لم تؤثر به قوة خارجية تغير من وضعه السابق (Al Nuaimi & Al Dabbagh,2022,182) ، وهذا ينطبق على حركة اسعار الاسهم في السوق المالي . كما يعد كل من (Jedgadeesh & Titman) في تسعينات القرن الماضي اول من طرح موضوع الزخم في مجال الاسواق المالية عند نشر مقالتهما بعنوان "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency" اذ لاحظا الاسهم ذات العوائد السابقة الاعلى تستمر في تحقيق عائد مستقبلي متفوق خلال (3-12) اشهر القادمة وبفس السياق الاسهم ذات العوائد السابقة المنخفضة تستمر في تحقيق عوائد متدنية خلال الاشهر القليلة المقبلة (Singh, Walia, 2022, 2) ، وتم اثبات بإمكان تحقيق عوائد استثنائية عند اتباع استراتيجيات مبنية على العوائد السابقة مع الاشارة الى القوة التنبؤية للعوائد السابقة بالعوائد المستقبلية مما يتنافى مع فرضية السوق الكفوءة (Pasaribu, 2019, 32). لقد ميز (Yu, et.al) بين استراتيجيتي الزخم والمعاكسة عندما عد الزخم ظاهرة تستمر فيها الاسهم ذات الاداء الافضل في الماضي القريب في الاداء الجيد في المستقبل ، اي الفائز السابق (الخاسر) يحتل المركز الفائز (الخاسر) في الفترة المقبلة وهذا ينطبق على مؤشرات الاسهم الدولية والعملات وانماط الاستثمار الأخرى ، في حين تنتج الاستراتيجية العكسية عن التحيز السلوكي وتظهر تداول عكسي للزخم ، اذ ينتج عن نمط الانعكاس علاقة سلبية بين العوائد السابقة والحالية (Yu et al., 2019, 88)، وتعزو بعض الدراسات ذلك الى ضغط الاسعار والسيولة التي تسبب الانعكاس الشديد على المدى القصير، بينما تركز معظم الدراسات على تأثير الانعكاس طويل المدى . وبالتالي فإن علاوات العائد لكل من استراتيجيات الزخم والمعاكسة للتعويض عن تحمل المخاطر النظامية ، ووجد المضاربون الذين يحققون ارباحا متراكمة بين عشية وضحاها يتبعون منهج استراتيجية الزخم الزمني على حساب المتحوطون ، بينما يتبنى المتداولون المتأرجحون خلال اليوم الواحد نهج استراتيجية تداول الانعكاس الزمني على حساب المستثمرين على المدى الطويل (Basdekidou, 2017, 2).

ب- شذوذ الاسواق المالية

تنصب نظرية التمويل السلوكي على انحرافات الاسهم عن قيمتها الحقيقية ، ويعزى ذلك الى تصرفات المستثمرين غير العقلانية ، وطالما السلوك البشري والتصورات يعدان العنصران الحاسمان في اتخاذ القرارات المالية مما حفز الباحثين لاعتماد نماذج قادرة على التنبؤ وتفسير حالات الشذوذ في السوق الناجمة عن تحيزات نفسية مختلفة قد تحول دون تعظيم الثروة (Rong, et.al, 2014, 614). وفي السياق ذاته يتمحور شذوذ السوق حول الانماط غير الطبيعية في سلوك الاسهم ، اذ لا يمكن تفسير هذه الأنماط من خلال نظريات السوق المالي التقليدية كفرضية (كفاءة السوق) ، وبالتالي فإن اي انحراف عن هذه النظريات يعد شذوذاً يمكن الكشف عنه من خلال تحليل البيانات باستخدام اساليب متعددة منها الخوارزميات ، فضلا عن اكتشاف الشذوذ والتلاعب في السوق يساعد المستثمرين في تحديد اخطاء التسعير والتي من الممكن ان تصبح فرصا استثمارية ناجحة فيما بعد (Woo, et.al, 2020, 51). وفي ضوء ذلك صنفت الأدبيات المالية خمس فئات للشذوذ ، الاولى شذوذ الزمن يظهر عندما تتحقق عوائد غير عادية في الاسابيع الاولى من السنة بعد بيع الاسهم نهاية السنة التي قبلها بغرض التهرب الضريبي ، الثانية تنشأ من خصائص الشركة ذاتها كمعدلات العائد المرتفعة التي تحققها الشركات الصغيرة مقارنة مع الكبيرة ، او التي وصلتها الشركات ذات القيمة الدفترية / السوقية المرتفعة مقابل الشركات ذات النسبة المنخفضة ، الفئة الثالثة ترتبط بتأخر استجابة المستثمرين للمعلومات الجديدة التي تركز على مرور ثلاثة اشهر تقريبا لاستجابة السعر لأية معلومات جديدة نتيجة الموقف المحافظ والمفرط للمستثمرين تجاه الشركات ، وتمثل الفئة الرابعة رد فعل السوق المبالغ به اي تأثير الارباح والخاسر مما يعني باستخدام البيانات التاريخية فقط يمكن تحقيق ارباح اعلى من المتوسط (Merlo, Konarzowski, 2015, 55)، واخيرا استراتيجية الزخم التي يعزى تأثيرها الى عدم استجابة المستثمرين للمعلومات الخاصة بشركة معينة عندئذ لا يتم تعديل الاسعار على الفور ومن الممكن تحقيق عائد اعلى من المتوسط عند شراء اسهم الاربحين وبيع اسهم الخاسرين (Yu et al., 2019, 90). وفق (Zhang et al.) فإن معنويات ومشاعر المستثمرين تؤدي دورا محوريا في تفسير الحالات الشاذة في سوق الاوراق المالية لابل وتسهم في توضيح مسببات انحرافات الاسعار عن قيمتها الجوهرية ، مما يعني التأثير الكبير على عوائد الاسهم على عكس افتراضات النظرية المالية الحديثة التي تنص على ان عوائد الاسهم تعكس القيمة الحقيقية لها ، وقد اثبتت الحالات الشاذة تبدو بقوة بعد فترات المشاعر المرتفعة (Zhang et al., 2023, 285) ، ووصف (Singh & Walia) الزخم بأنه شذوذ اولي عندما اجرا تحليلا بيليومتريا وشبكيا وضمينيا للدراسات التي غطت موضوع الزخم في ادارة الاستثمار التي تعد واحدة من اولي الدراسات في الادب المالي التي استخدمت التحليل الثلاثي (Singh, & Walia, 2022, 3).

ج- تداعيات استراتيجية الزخم

جوبهت استراتيجيات الزخم التقليدية بانتقادات على نحو واسع لاسيما بعد ازمة الرهن العقاري نظرا لأدائها المتواضع خلال تلك الفترة ، لذلك حاول الباحثون التركيز على اتباع الطرق التي من شأنها تعزيز كل شكل من اشكال استراتيجيات الاستثمار في الزخم فضلا عن دراسة وتحليل الآثار التي تتركها على كل من عوائد وشذوذ السوق وكفاءته.

تم تقديم تفسير للزخم او انعكاسات السعر بمدخلين رئيسيين : الاول يرجع ربح الزخم الى التعويض عن المخاطر ويفسر الثاني تفسيراً سلوكياً لهذا الربح ، ومع ذلك فهناك مدخل ثالث يركز على احتكاكات السوق او النماذج ذات القدرة التفسيرية المنخفضة . تم عرض نتائج متناقضة لاستراتيجيات الزخم بين سوقي الصين والولايات المتحدة الأمريكية من قبل (Gang,et.al) ، فكانت مربحة بأفق استثماري في اقل من اسبوع واحد في السوق الصينية ، بينما مربحة لافق استثماري اطول في سوق (USA) ويعزى ذلك الى ردة الفعل المبالغ بها من قبل المستثمرين في الصين بشأن التدفق النقدي الايجابي للشركة وردة فعل ابطأ للمستثمرين في (USA) قد تصل لعام واحد (Gang,et.al,2019,364) ، هذا وقد تضاعفت ارباح زخم الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية الى ما يقارب الصفر في العقد الاول من القرن الحالي بالرغم من التصدي للعديد من الازمات لاسيما في ٢٠٠٨ نظرا لزيادة السيولة ونشاط المراجعة التي تمثلت بمعدلات الفائدة القصيرة الاجل والموجودات المدارة بصناديق التحوط (Berggrun,et.al,2020,2).

اثبتت نظرية المالية السلوكية عندما يشعر المستثمرون بثقة زائدة في قدراتهم على تحليل المعلومات الخاصة بقيمة الشركة وببالبغون في تقدير دقتها والتقليل من اخطاء توقعاتهم لابل يعززون التحركات العكسية للسوق الى عوامل خارجية ، وبمجرد الحصول على اشارة ايجابية يميلون الى زيادة وزن المعلومات التي بحوزتهم ومن ثم رفع اسعار الاسهم الى مستويات تفوق قيمتها الحقيقية وهذه الثقة المفرطة تعزز رد الفعل المبالغ به وتولد زخم الاستثمار . (Rong,etal,2014,616) وعند دراسة العلاقة بين ارباح زخم الاسعار وعدم التأكد من المعلومات عن خصائص الشركة (الحجم ، العمر ، تقلبات الاسعار ، حجم التداول ، وغيرها) وجد ان الشركات التي لديها قدر اكبر من عدم التأكد بشأن خصائصها لا تولد عوائد زخم اعلى من نظيراتها ذات القدر الاقل من عدم التأكد (SU, 2021,103) . بشأن صدد تأثير الزخم في شذوذ السوق باعتباره احد ابرز الحالات الشاذة ، وعند تحليل التداول المؤسسي في الحالات الشاذة افرزت نتائج التحليل بان الزخم يمثل الشذوذ الوحيد الذي يستغله المستثمرون المؤسسيون ، لابل ويبرز التأثير الاقوى للزخم في الربع الرابع من السنة المالية نظرا للبيع المؤسسي المكثف في ذلك الوقت . (Zhong,2022,4) ويظهر المستثمرون رد فعل مبالغ به تجاه الشركات التي حصلت على تصنيف عال في مسؤوليتها الاجتماعية وبالأخص في (ESG) وعلى النقيض من الشركات التي حصلت على تصنيف اقل ، وبالتالي يتبنون استراتيجية الزخم وتحقيق المزيد من الارباح بالاستثمار في الشركات ذات التصنيف العالي على المدى القصير في اقل تقدير (Chen & Yang, 2020, 3) ومنذ ان طرح (Fama, 1970) فرضية السوق الكفوء التي واجهت انتقادات عديدة في شكل شذوذ متنوع في السوق ، كان الزخم من بين هذه الحالات الشاذة (Singh &Walia, 2020 .2).

اخيرا فقد اضاف (Zaremba) بعدا جديدا لتأثير الزخم في سوق الاوراق المالية من خلال تشخيص الانحرافات على المستوى القطري في الاسواق العالمية وذلك باعتماد عينة مكونة من ٧٨ دولة بافتراض مفاده تأثير الزخم يظهر جليا ليس فقط في شذوذ السوق على مستوى دولة ما وانما بين الاسواق لدول، وقدم دليلا واضحا بميل الاستراتيجيات الرابحة في اختيار الدولة القائمة على الشذوذ التي سجلت اداء جيدا خلال الاشهر الستة الى الاثنا عشر الماضية الى الاستقرار والتفوق على الاستراتيجيات الاخرى خلال ذات الفترة (Zaremba, 2018,704).

ثامناً: منهجية الدراسة والتحليل القياسي

تعتمد هذه الدراسة على استخدام منهجي التحليل الوصفي، والتحليل الكمي القياسي لاستقصاء تطبيق استراتيجيات الزخم ودورها في شذوذ سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (كانون الثاني ٢٠٢٢ – اذار ٢٠٢٣) ببيانات شهرية، لستة شركات عراقية وبواقع ٩٠ مشاهدة.

أ- تشكيل محافظ الزخم

تم تشكيل محافظ الزخم بناء على أداء أسهم الشركات في فترات التكوين السابقة، إذ تم احتساب متوسط العوائد التراكمية لأسهم الشركات عينة البحث والبالغة (٦) اسهم لفترة تكوين (٣) اشهر ولفترات احتفاظ (٣-٦-٩-١٢) شهرا ، حيث كانت فترة التكوين من ٢٠٢٢-١-١ الى ٢٠٢٢-٣-٣١ وفترات الاحتفاظ لاستراتيجية (٣\٣) كانت من ٢٠٢٢-٤-١ الى ٢٠٢٢-٦-٣٠ وفترات الاحتفاظ لاستراتيجية (٣\٦) كانت من ٢٠٢٢-٤-١ الى ٢٠٢٢-٩-٣٠ وفترات الاحتفاظ لاستراتيجية (٣\٩) كانت من ٢٠٢٢-٤-١ الى ٢٠٢٢-١٢-٣١ وفترات الاحتفاظ لاستراتيجية (٣\١٢) كانت من ٢٠٢٢-٤-١ الى ٢٠٢٣-٣-٣١ ، حيث تم تشكيل محافظتين لفترة التكوين وهي المحفظة الرابحة والمحفظة الخاسرة ، تمثل الأولى المحفظة التي تحتوي على أسهم الشركات التي حققت أعلى متوسط للعائد، أما الثانية فتتمثل المحفظة التي تحتوي على أسهم الشركات التي حققت أدنى متوسط للعائد خلال فترة التكوين ، والجدول التالي يوضح المحافظ الرابحة والمحافظ الخاسرة التي تم تشكيلها.

جدول ٢: محافظ الأسهم الربحية والخاسرة لكل فترة من فترات الاحتفاظ

المحفظة الربحية والخاسرة لفترة التكوين ثلاثة أشهر			
متوسط العائد	المحفظة الخاسرة	متوسط العائد	المحفظة الربحية
-0.793	المعمورة العقارية	0.119	مصرف الأهلي العراقي
-0.274	اسياسيل	0.103	مصرف بغداد
-0.261	بغداد للمشروبات الغازية	0.099	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار
المحفظة الربحية والخاسرة لفترة الاحتفاظ ستة أشهر			
متوسط العائد	المحفظة الخاسرة	متوسط العائد	المحفظة الربحية
-1.444	المعمورة العراقية	0.248	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار
-0.365	بغداد للمشروبات الغازية	0.199	مصرف الاهلي العراقي
-0.043	اسياسيل	0.083	مصرف بغداد
المحفظة الربحية والخاسرة لفترة الاحتفاظ تسعة أشهر			
متوسط العائد	المحفظة الخاسرة	متوسط العائد	المحفظة الربحية
-0.258	المصرف الاهلي العراقي	1.186	المعمورة العراقية
-0.187	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	0.126	مصرف بغداد
-0.178	بغداد للمشروبات الغازية	0.044	اسياسيل
المحفظة الربحية والخاسرة لفترة الاحتفاظ اثني عشر شهراً			
متوسط العائد	المحفظة الخاسرة	متوسط العائد	المحفظة الربحية
-0.204	مصرف بغداد	0.190	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار
-0.061	بغداد للمشروبات الغازية	0.016	المصرف الاهلي العراقي
-0.007	اسيا سيل	0.007	المعمورة العراقية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد الى البرمجية الجاهزة Excel

ب- احتساب عائد محفظة الزخم

بعد ترشيح عوائد المحافظ الربحية والخاسرة، تم احتساب عوائد كل محفظة خلال فترة الاحتفاظ بافتراض إن المستثمر يقوم ببيع اسهم المحافظ الخاسرة على المكشوف، وشراء الأسهم الربحية اماً في تحقيق عوائد اعلى في المستقبل، على أن يتم إعادة توازن المحافظ شهرياً اخذين في الاعتبار حجم العوائد الشهرية التي تحققها، والجدول (٢) يوضح متوسط العائد الشهري لكل من المحفظة الربحية (W) والمحفظة الخاسرة (L) ومحفظة الزخم (المحفظة الربحية - المحفظة الخاسرة) ولجميع استراتيجيات زخم الاستثمار الأربعة. والتي تم حسابها من خلال ما يعرف بمتوسط العوائد التراكمية للأسهم خلال فترة الاحتفاظ مع إعطاء اوزان متساوية للأسهم وفق الصيغة التالية: (Al-Bagdadi, 2022, 90)

$$CR_p(K) = (CR_i(K)) / N$$

اذ ان:

$$CR_p(K) = \text{عائد المحفظة } P \text{ خلال فترة الاحتفاظ } K$$

$$CR_i(K) = \text{العائد التراكمي لكل سهم من اسهم المحفظة خلال فترة الاحتفاظ والذي يحسب وفق الصيغة:}$$

$$CR_i(K) = \sum R_{i,t}$$

$$N = \text{عدد الاسهم داخل المحفظة}$$

$$K = \text{عدد اشهر فترة الاحتفاظ}$$

بناء على عائد المحفظة الربحية والخاسرة، تم حساب عائد محفظة الزخم من خلال اخذ عائد المحفظة الربحية مطروحاً منه عائد المحفظة الخاسرة وفق الصيغة الآتية: (Al-Bagdadi, 2022, 91)

$$CR_m = CR_w - CRL$$

اذ ان:

$$CR_m = \text{عائد محفظة الزخم}$$

$$CR_w = \text{عائد المحفظة الربحية}$$

$$CRL = \text{عائد المحفظة الخاسرة}$$

جدول ٣: عائد محفظة الزخم

محفظة الزخم W-L	المحفظة الخاسرة L	المحفظة الربحية W	الاستراتيجية J/K
-0.225	0.139	- 0.086	3\3
-0.428	0.322	-0.106	3\6
-0.473	0.345	-0.128	3\9
-0.457	0.448	-0.009	3\12

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد الى البرمجية الجاهزة Excel

يتضح من خلال الجدول (٣) إن المحافظ الخاسرة المستندة على بيع الأسهم التي حققت خسائر خلال فترات الاحتفاظ السابقة على افتراض استمراريتها في تحقيق تلك الخسائر قد حققت عوائد جيدة في الاستراتيجيات الاربع المطبقة، أي إنها حققت عوائد ايجابية خلال فترات الاحتفاظ البالغة (٣ و ٦ و ٩ و ١٢) شهر، أما المحافظ الرابحة فقد حققت خسائر ولكافة فترات الاحتفاظ، كما يتضح أن محافظ الزخم الناتجة عن حاصل طرح عوائد المحافظ الرابحة من عوائد المحافظ الخاسرة قد حققت خسائر ولكافة الفترات المطبقة، مما يعني فشل استراتيجيات زخم الاستثمار في تحقيق عوائد ايجابية وهو ما ينافي فرضية البحث الاولى في جزئية امكانية تطبيق استراتيجية الزخم في سوق العراق للأوراق المالية، وهذا يقف بالصد من المنطق المالي ومردده الاضطرابات الاقتصادية التي عاشها العالم بأجمع نتيجة افرازات وتداعيات وباء كورونا الذي القى بظلاله على العراق اولا، وبسبب التداخلات والاحتكاكات المالية بين الدول ثانيا، فضلا عن التقلبات السياسية التي طالت البلاد بوصفه خطرا متطرفا تنتقل آثاره على جميع القطاعات الاقتصادية لأي بلد تحت فيه مثل هذه الإرهاصات .

ج-مقارنة اداء محافظ الزخم بأداء السوق

يتم التحقق من فرضية البحث الاولى في شقها الثاني والتي مفادها امكانية تطبيق استراتيجية الزخم في سوق العراق للأوراق المالية، والافادة من شذوذ سوق العراق للأوراق المالية، في تحقيق عوائد تفوق عوائد السوق، عبر تقييم أداء محافظ الزخم ومقارنة أدائها مع أداء محفظة السوق المعبر عنها بمؤشر سوق العراق للأوراق المالية IS60 من خلال نسبة شارب (Sharpe Ratio) التي يتم حسابها بقسمة عوائد المحفظة الى تقلبات عوائدها (مخاطرها) المعبر عنها بالانحراف المعياري كما في الجدول (٤).

جدول ٤: مقارنة اداء محافظ الزخم بأداء السوق

الاستراتيجية J/K	عوائد محافظ الزخم	مخاطر محافظ الزخم	عوائد محفظة السوق ISX60	مخاطر محفظة السوق	Sharp Ratio لمحافظ الزخم	Sharp Ratio لمحفظة السوق
3\3	-0.225	0.1152	0.0391	0.0481	-1.9521	0.8122
3\6	-0.428	0.0943	-0.0289	0.0584	-4.5339	-0.4962
3\9	-0.473	0.1569	0.0536	0.0602	-3.0331	0.8899
3\12	-0.457	0.1284	-0.0315	0.0893	-3.5574	-0.3537

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد الى البرمجية الجاهزة Excel

يتبين من خلال الجدول (٤) إن محفظة السوق قد حققت عوائد ايجابية في بعض فترات الاحتفاظ (٣،٩) شهراً، مقابل تحقيق محافظ الزخم خسائر ولجميع الفترات، وان نسبة شارب لكل محافظ الزخم كانت سالبة مقابل ايجابية وارتفاع نسبة شارب لمحفظة السوق، مما يعني تفوق محفظة السوق على محافظ الزخم من حيث الأداء، وهو ما يدل على رفض فرضية البحث الاولى في شقها الثاني والتي تنص على "امكانية الافادة من شذوذ السوق في تحقيق عوائد أعلى من عوائد محفظة السوق"، كما يتضح أن مخاطر محافظ الزخم كانت اكبر بكثير من مخاطر محفظة السوق ولجميع فترات الاحتفاظ، فضلاً عن عدم امكانية التنبؤ بالعوائد المستقبلية بالاعتماد على العوائد التاريخية لأسهم الشركات عينة الدراسة في سوق العراق للأوراق المالية، وهو ما يبرهن على تمتع السوق بالكفاءة في شكلها الضعيف، وجاء هذا موافقاً لفرضية البحث الثانية والتي تنص على "ان ضعف مستوى كفاءة سوق العراق للأوراق المالية تسبب بعدم امكانية التنبؤ بالعوائد المستقبلية بالاعتماد على العوائد التاريخية".

الاستنتاجات والمقترحات:

١- الاستنتاجات:

- بناءً على نتائج التحليل المالي التي هدفت إلى اختبار امكانية تطبيق استراتيجيات الزخم ودورها في شذوذ السوق في سوق العراق للأوراق المالية، تم التوصل إلى ما يلي:
- أ- التأكيد على ان سوق العراق للأوراق المالية كفوء بالشكل الضعيف فحسب لا بل لا يمكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية بالاعتماد على العوائد التاريخية .
- ب- لا يمكن تحقيق ارباح غير اعتيادية بالاستناد الى استراتيجيات زخم الاستثمار، وهو ما يقر بفشل استراتيجية زخم الاستثمار في تحقيق عوائد تفوق العوائد الطبيعية للمستثمرين الناتجة من شذوذ سوق العراق للأوراق المالية.
- ت- ارتفاع تقلب العوائد الناتج عن التذبذب العالي في عوائد الاسهم، وان هذه العوائد لا ترتبط بالمخاطر بل تعود الى سلوك المستثمرين ومستوى سيادة حالة التفاؤل والتشاؤم بينهم.

٢- المقترحات:

- في ظل النتائج أعلاه، توصي الدراسة ما يلي:
- أ- عدم الاعتماد على استراتيجيات الزخم بوصفها استراتيجيات استثمارية في سوق العراق للأوراق المالية، اذ انه سوق ضعيف الكفاءة ولا يعتبر بيئة صالحة لتطبيق هذه الاستراتيجية.

ب- دراسة استراتيجيات أخرى كأن تكون تشكيلة مغايرة تحقق أرباحاً غير اعتيادية يستفيد منها المستثمرون في سوق العراق للأوراق المالية.

ت- ضرورة الاهتمام بنشر الوعي الاستثماري والعمل على جذب وتوجيه المستثمرين للاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية محلياً أو دولياً، الأمر الذي يعمل على زيادة ثقتهم، وبالتالي الارتقاء بمستوى كفاءة السوق.

المصادر

- 1- Akhter Tahmina & Yong Othman ,(2019) , Adaptive market hypothesis and momentum effect: Evidence from DhakaStock Exchange , Cogent Economics & Finance , Vol. 7, No. 1,P. 1-72, <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1650441>
- 2- AL Baghdadi Ola , Moufleh Hazaa & Yassin Ayam ,(2022), The Effect of Using Momentum Strategies and Explaining its Returns in Damascus Stock Exchange , Journal of Hama University , vol.5 ,No.22,P. 83-104 .
- 3- Al-Nuaimi, S. M., & Al Dabbagh, N. 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. TANMIAT AL-RAFIDAIN, 41(133). <https://doi.org/10.33899/tanra.20>
- 4- Basdekidou V.A.,(2017),The Momentum & Trend-Reversal as Temporal Market Anomalies, International Journal of Economics and Finance, 9 (5),P. 1-9. <https://doi.org/10.5539/ijef.v9n5p1>
- 5- Berggrun, L., Cardona, E., & Lizarzaburu, E. (2020). Profitability of momentum strategies in Latin America. International Review of Financial Analysis, 70, 101502. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101502>
- 6- Chen, H. Y., & Yang, S. S.,(2020), Do investors exaggerate corporate ESG information? Evidence of the ESG momentum effect in the Taiwanese market. Pacific-Basin Finance Journal, 63, 101407. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101407>.
- 7- Gang J, Qian Z, Xu T. , (2019), Investment horizons, cash flow news, and the profitability of momentum and reversal strategies in the Chinese stock market, Economic Modelling., 1;83,P. 364-71. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.08.021> .
- 8- Merlo, P., & Konarzewski, P. (2015). The momentum effect exemplifies the influence of investors' irrational behaviour on prices of shares and stocks: An analysis of the momentum effect on the Warsaw Stock Exchange. e-Finance: Financial Internet Quarterly, 11(1),P. 56-64. https://doi.org/10.14636/1734-039X_11_1_006
- 9- Pasaribu, R. B. (2019). Value at Risk of Momentum Investment Strategy: Indonesia's Liquid Stocks Portfolio. Jurnal Manajemen Indonesia, 19(1). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3423854
- 10- Rong, C., Huan-hua, C., & Zhen-long, ZHENG. (2014). Behavioral_nance interpretation of momentum effect , Systems Engineering Theory & Practice , Vol.34, No.3, p. 414-422, [https://doi.org/10.12011/1000-6788\(2014\)3-613](https://doi.org/10.12011/1000-6788(2014)3-613).
- 11- Singh, S., & Walia, N. (2022). Momentum investing: a systematic literature review and bibliometric analysis. Management Review Quarterly, 72(1),P. 87-113. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11301-020-00205-6>
- 12- Su, C. (2021). A comprehensive investigation into style momentum strategies in China. Financial Markets and Portfolio Management, 35(1),P. 101-144. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11408-020-00375-z>
- 13- Woo, K. Y., Mai, C., McAleer, M., & Wong, W. K. (2020). Review on efficiency and anomalies in stock markets, Economies, 8(1), 20. <https://www.mdpi.com/2227-7099/8/1/20#>
- 14- Yu, L., Fung, H. G., & Leung, W. K. (2019). Momentum or contrarian trading strategy: Which one works better in the Chinese stock market. International Review of Economics & Finance, 62,P. 87-105. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.03.006>
- 15- Zaremba, A. (2018). The momentum effect in country-level stock market anomalies. Economic research-Ekonomska istraživanja, 31(1),P. 703-721. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1441045>
- 16- Zhang, X., Bissoondoyal-Bheenick, E., & Zhong, A. (2023). Investor sentiment and stock market anomalies in Australia. International Review of Economics & Finance, 86,P. 284-303. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.03.024>
- 17- Zhong, A. (2022). Institutional trading in stock market anomalies in Australia. Accounting & Finance, 62(1),P. 893-930. <https://doi.org/10.1111/acfi.12813>