بناء و تقييم أداء محافظ الزخم النشطة في سوق العراق للأوراق المالية

أ.د حاكم محسن الربيعي أ.م.د حيدر يونس الموسوي م.م. محمد فائز حسن

كلية الإدارة و الاقتصاد/جامعة الكوفة كلية الإدارة و الاقتصاد/جامعة كربلاء كلية الإدارة و الاقتصاد/ جامعة كربلاء

الملخص :

تزخر الأسواق في العالم بنشاطات اقتصادية متنوعة تمتاز بسرعة تغيير عالية في جميع القطاعات و على وجه التحديد النشاط في السوق المالية كمتطلب لتلبية حاجة الاستثمار و حركة تنمية الأموال و التي تعد المحفظة الاستثمارية فيها الخطوة الأولى و الأهم للقيام بالنشاط الاستثماري و فضلا عن ذلك فأن تباين رغبات المستثمرين و درجة تجنبهم المخاطرة و تفضيلاتهم للعائد اظهر أساليب متعددة في بناء المحافظ الاستثمارية و التي تطورت مع تطور السوق المالية و ادواتها و مداخلها و الذي منها مدخل التحليل الفني و الذي امتاز بالتطور الكبير في اساليبه في العقود الأخيرة بسبب ارتباطه العالي بتطور تكنلوجيا المعلومات و تباين سلوك المتداولين و هو ما انعكس في تشعب ادواته و تطبيقاته و منها ظاهرة الزخم التي اعتمدتها الدراسة الحالية ، اذ بعد ان تمت دراستها في العديد من الأسواق المالية في العالم ، جاءت هذه الدراسة لتحاول استخدام هذا الأسلوب في سوق العراق عبر بناء محافظ نشطة عالية الاداء و قد استنتجت الدراسة عدم إمكانية استخدام استراتيجيات الزخم في بناء محافظ الزخم الا في حدود المحافظ الرابحة منها بسبب ان عائد الزخم ضئيل فضلا عن الى ان كلفة المعاملة عالية مما تؤدي الى إزالة العائد بالكامل و تجعل نتائج المحفظة عائدات سلبية و اوصت الدراسة بضرورة دراسة تقليل كلفة المعاملة و التركيز على المدخل الفني عبر دراسة أساليب فنية أخرى لفتح الباب امام المستثمر العراقي في الحصول على خيارات استثمارية واسعة .

Abstract :

Markets has more active economic actions which changing dramatically among different sectors, especially stock market activity as a requirement for meeting investment needs and money growth. Where portfolio considered as the first step for it and the important for investment activity. Add to that various desires of investors, their risk aversion and return preferences. That brings numerous method and approaches in portfolio formation. Which developed as financial Market and his instruments and approaches. Moreover, from it technical analysis approach, which featured with vast growth in recent decades because of it's depending on information technology and a variety of investors behaviors. Which reflected on his multiple instruments and applications. From it the momentum phenomena which current study deal with it. After studying it in financial markets over the world. Current study tries to use it as technical style to building superior Active portfolio, the study conclude that momentum strategies cannot achieve superior return in Iraqi financial market only in winners portfolios because of the momentum effect very weak and high transaction cost will terminate the return for that the study recommended to make transaction cost less as possible and study another technical analysis methods to enable Iraqi investor to employ vast approaches in its investments .

المقدمة:

للمدخل الفني استخدام عالي ما بين المتداولين في الأسواق المالية اليوم ، فبالرغم من أهمية نتائج طروحات (Markowitz) في بناء المحفظة المثلى و ما لحقها من نماذج تبسيطية على يد (Sharp) و (Tobin) و ما قدمته نظرية كفاءة السوق لـ (Fama) الا ان التحليل الفني و ادواته و اساليبه تطورت هي الأخرى بشكل كبير مع ازدياد وتيرة تطور التكنلوجيا و أساليب الاتصال و يعد الزخم واحد من اشهر أساليب التداول المعروفة في الأسواق المالية و التي تعتمد أساسا على خاصية استمرارية اتجاه التغير بسعر الورقة المالية و هو ما قدم أسلوباً مربحاً للتداول و بناء المحافظ النشطة ، كما يعد من الخيارات المتاحة امام الراغبين بالابتعاد عن تعقيدات و افتراض المداخل المعتمدة على المحافظ الكفوءة .

١ – منهجية الدراسة :

١-١ : مشكلة الدراسة : و تتمثل مشكلة الدراسة بالتساؤلات الاتية :

البعد الرئيس الأول : هل بالإمكان بناء محفظة نشطة بالاعتماد على استراتيجيات التداول بالزخم يمكنها التفوق على محفظة السوق بعد التعديل بالمخاطرة في سوق العراق للأوراق المالية و يتفرع من هذا البعد ابعاد ثانوية و كما يأتي :

أ –هل يعاني سوق العراق للأوراق المالية من ظاهرة الزخم في أوراقه المالية المتداولة؟

ب –هل تستمر عوائد الزخم إذا اخذنا بنظر الاعتبار كلفة المعاملة في سوق العراق للأوراق المالية؟

ج –هل تسهم المحافظ الرابحة والخاسرة في عائد محفظة الزخم النشطة بشكل متساوي؟

د – هل يمكن لمحافظ الزخم النشطةاو مكوناتها التفوق على محفظة السوق بعد التعديل بالمخاطرة .

هـ – هل تتباين نسب التقييم في تحديد افضلية محافظ الزخم مقارنة بمحفظة المرجع (السوق) ؟

البعد الرئيس الثاني : هل ان سوق العراق للأوراق المالية غير كفوء بالشكل الضعيف و لذا يكون من الممكن بناء محفظة نشطة بالاعتماد على أستراتيجية الزخم يمكنها ان تتفوق على محفظة السوق بعد التعديل بالمخاطرة ؟

١-٢ : فرضية الدراسة : تتضح فرضية الدراسة بالنقاط الاتية :

الفرضية الرئيسة الأولى: ليس بالإمكان بناء محفظة نشطة بالاعتماد على استراتيجيات التداول بالزخم يمكنها التفوق على محفظة السوق بعد التعديل بالمخاطرة في سوق العراق للأوراق المالية. و تتفرع منها الفرضيات الاتية :

الفرضية الفرعية الأولى : لا توجد ظاهرة الزخم في الأوراق المالية المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية الثانية : لا تستمر عائدات الزخم النشطة اذا اخذنا بنظر الاعتبار كلفة المعاملة في سوق العراق للأوراق المالية .

الفرضية الفرعية الثالثة: لا تسهم المحافظ الرابحة و الخاسرة في عائد محفظة الزخم النشطة على حد السواء .

الفرضية الفرعية الرابعة : لا يمكن لمحافظ الزخم النشطة او مكوناتها التفوق على محفظة السوق بعد التعديل بالمخاطرة .

الفرضية الفرعية الخامسة : لا تتباين نسب تقييم العائد النشط في تحديد افضلية محافظ الزخم مقارنة بمحفظة المرجع (السوق).

الفرضية الرئيسة الثانية : ان سوق العراق للأوراق المالية غير كفوء بالشكل الضعيف و لذا يكون من الممكن بناء محفظة نشطة بالاعتماد على ستراتيجية الزخم يمكنها ان تتفوق على محفظة السوق بعد التعديل بالمخاطرة .

١-٣ : أهمية الدراسة : تأتي أهمية الدراسة من النقاط الاتية :

أ – انها تطبق أسلوب تداولي عالمي و مهم و المتمثل بالزخم في سوق العراق للأوراق المالية الذي يتسم بالاضطراب نتيجة الواقع الاقتصادي المتأرجح بصورة عامة.

ب – لفت الانتباه الى مفهوم المحافظ النشطة المبنية وفق المدخل الفني واهميتها في انها أسلوب استثماري يقلل من تعقيدات ومحددات طروحات نظرية المحفظة الحديثة و قادر على تحقيق أرباح غير اعتيادية .

ج – امتازت الدراسة الحالية باعتماد أسلوب محاكات يعمل على جعل الأسلوب الاكاديمي اقرب الى الواقع عبر اعتماد تكاليف المعاملة كافتراض نحو واقعية اكبر .

د – الإشارة الى أهمية التحليل الفني عبر بوابة التداول بالزخم كون الجانب الفني يعتمد على الجانب السلوكي للأفراد وفق المالية الحديثة و التي تشكل جانب مهم في العملية الاستثمارية .

هـ – ان الدراسة الحالية تمثل إضافة للمكتبة الاكاديمية العراقية و العربية لندرة الدراسات في مجال بناء المحافظ الاستثمارية النشطة وفق أسلوب الزخم .

١-٤ : أهداف الدراسة : ترمي الدراسة الحالية الى تحقيق جملة من الأهداف تتلخص فيما يأتي :

أ – توضيح مفهوم المحافظ النشطة و بيان الية عملها و اختلافها عن المداخل الاستثمارية الأخرى المتاحة امام المستثمر.

ب – بيان مفهوم الزخم في العلوم المالية و تفسير معناه و تبيان اصل المفهوم و الكتاب الذين تناولوا المصطلح و ابرز نتاجاتهم و اخر ما توصلوا اليه .

ج – بيان آلية بناء محافظ الزخم النشطة و الستراتيجيات المعتمدة في التداول بالزخم .

د. – اختبار استراتيجيات الزخم في سوق العراق للأوراق المالية و بيان قابلية هذه الستراتيجيات في تحقيق عائدات غير اعتيادية(نشطة) و بالتالي تحديد كفاءة السوق .

هـ – بيان أداء نسب و مقاييس الأداء المعدلة بالمخاطرة و تباينها في تقييم محافظ الزخم النشطة.

١-٥ : عينة الدراسة :

تمثلت مدخلات الدراسة بقيم أسعار الاغلاق اليومية لاسهم الشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من كانون الثاني ٢٠١٠ الى شباط ٢٠١٥ ، اما عينة الدراسة فكانت اسهم الشركات التي تتفق و الشرطين الآتيين :

أ – ان تكون الشركات موجودة في التداول ومدرجة من بداية مدة الدراسة الى نهايتها .

ب – ان تحقق الأسهم الداخلة ضمن مدة العينة على الأقل ٧٠٠ مشاهدة كون رفع عدد المشاهدات الى ٧٥٠ مشاهدة سيؤدي الى قبول ٢٣ سهماً و الى ٧٤٠ مشاهدة سيؤدي الى قبول ٢٦ سهماً و عند اعتماد ٧٠٠ مشاهدة كحد ادنى نستطيع قبول ٢٩ سهماً و من ثم يعطينا مرونة اكبر في بناء محافظ من اسهم مختلفة و الاقتراب بشكل افضل من خصائص السوق العامة كونه عند بناء محفظة الزخم فأننا سنستخدم ٢٠ سهماً في كل مرة و من ثم فأن المتبقي ٩ اسهماً هو مجال التغيير فقط و من ثم فأن قبول ٧٠٠ مشاهدة كحد ادنى سيعطي مرونة اكبر .

و عبر دراسة مجتمع الدراسة و الشركات المتوافرة فيه فقد تم اعتماد (٢٩) شركة كونها تطابقت مع الشروط المبينة انفاً مع استبعاد (١٥) شركة تم ادراجها ضمن المدة ، كما استبعدت (٥٦) شركة كون مشاهدتها لم تحقق الشرط الاخر .

الاطار المفاهيمي للدراسة

٢ : المحفظة النشطة Active portfolio

٢-١ : مفهوم المحفظة النشطة Active portfolio Concept

تعرف المحفظة النشطة على انها اسلوب استثماري يعتمد على بناء محفظة تحقق عائداً اعلى من المحفظة المرجع (Benchmark) على اساس معدل بالمخاطرة وينطبق ذلك ايضا عند المقارنة مع باقي نظرائها (Haight et al (peers) (2007;57, كما يمكن ان تعرف على انها مدخل استثماري يعتمد على بيع وشراء الاسهم على اساس توقع تغيير قيمتها في المستقبل بهدف التفوق على عائد السوق (محفظة السوق) او المؤشر على اساس معدل بالمخاطرة (2009;253, woods) وهذا الاسلوب يدفع المستثمر او مدير المحفظة الاستثمارية الى محاولة استغلال آليات اختيار الموجودات و توقيت البيع والشراء مع عمليات البيع والشراء الدوري والمتكرر والنشط فضلا عن تغيير تركيب المحفظة واوزانها من اجل اضافة قيمة الى المحفظة على اساس معدل بالمخاطرة مقارنة بنتائج معدل عائد السوق (French ,1989;505) (Strong ,2009;415) (Hearth & Zaima ,2004;505)وهذا معناه ان المدير النشط يجب ان يحقق عائد معدل بالمخاطرة اكثر مما تنتجه علاقة العائد والمخاطرة الخطية (نماذج تسعير الموجودات في ظل فرص الاستثمار السائدة) (Cohen et al ,1987;586)

ان مبدأ عمل المحفظة النشطة مبني على مكونين ، الأول هو ان السوق غير كفوء او انه ليس كفوء على الدوام وهذا معناه ان هنالك اوراقاً مالية مُساء تسعيرها (misprice) وهكذا فان مدير المحفظة الذي يمتلك معلومات يمكنه استغلال ذلك وتحقيق عائد معدل بالمخاطرة اعلى من متوسط عائد السوق (عائد محفظة السوق) (Corner& Mayers ,1983;12)

اما المكون الاخر فهو خبرات ومهارات المستثمر او مدير المحفظة المتمثلة بدراسة السوق وتحليله بالمداخل الاساسية والفنية ونماذج التنبؤ بالشكل الذي يمكنه من انتقاء الاسهم التي تحقق اداء فائق (Superior) مقارنة بعائد السوق او المرجع(Benchmark) (Brentani ,2004;104) (Gitman & Joehnk ,2008;581)

ليس للمحافظ النشطة تاريخ ظهور محدد ولكن في المدة التي شاعت فيها فرضية السوق الكفوء (EMH) وتحديدا ما بين الستينيات ونهاية الثمانينيات في القرن الماضي كان ينظر بشكل سطحي لأداء المحافظ النشطة لأنه من غير الممكن ان تتفوق على السوق الكفوء ، فحتى لو امتلك مديرو المحافظ النشطة القابليات اللازمة للتنبؤ باتجاه السوق مستقبلا فهنالك تواجههم عقبات تحول دون استغلالهم لذلك بالشكل الذي يمكنهم من تحقيق عوائد فائقة (superior) بعد الكلفة والأجور اذ انهم لا يمتلكون الخبرة الكافية لاستغلال تلك الفرص بالأساس . (Ambachtsheer ,1994;87) ولكن هذا لم يمنع ظهور دراسات اكاديمية جادة مثل دراسات (Sharpe 1966) و (Jensen 1968) والتي عكفت على دراسة اداء صناديق الاستثمار لأنها تعتمد بالدرجة الرئيسة على خبرات مديري الصناديق في تكوين محافظها النشطة بالشكل الذي يمكنها من التفوق على اداء مؤشر السوق وقد لاحظوا ان هنالك صناديق حققت اداءً عالياً (بعد الكلفة) اما التي لم تسجل اداء عالي فكان السبب في اغلب الحالات ارتفاع تكاليفها (Sharpe ,1966;137) (Jensen ,1968;415)

والذي يؤيد هذه النتائج هي دراسات (Grinblatt & Titman) ففي دراستهم الاولى عام (١٩٨٩) وجدا ان للصناديق قابلية على تحقيق اداء عالٍ يستمر لمدة زمنية طويلة ولكن بهامش بسيط بسبب التكلفة العالية (Grinblatt & Titman 1989;415,) وعام (١٩٩٢) اكدا نتائج مشابهة والسبب كان ايضا تباين الكلف وتنوعها وراء تراجع اداء الصناديق في قدرتها على تحقيق اداء فائق (Grinblatt & Titman ,1992;1983)

واشار (Hendricks et al) الى ان الصناديق تستطيع ان تحقق اداءَ عالياً يستمر في الغالب في الاجل القصير (لغاية سنة واحدة) وسمى هذه الظاهرة بظاهرة اليد الساخنة (Hendricks et al ,1991;94) (hot hand)

وعزز هذا الاستنتاج (Carhart) عندما وجد في دراسته ان مصدر الاستمرارية يعتمد ايضا على خصائص الاوراق المالية الممتلكة وتحديدا خاصية الزخم(Carhart,1997;79-81) Momentum Effect وهذا الاستنتاج يؤيد الى حد كبير طروحات (Harlow & Brown) في ان المحافظ النشطة يجب ان تمتلك القابلية على الاستمرار بالأداء الجيد (Harlow & Brown ,2006;2)

وما يجب الاشارة اليه ايضا ان المحافظ النشطة لا تعمل بمعزل عن باقي المحافظ النشطة فقد شبه (Ambachtsheer) بيئة الاستثمار النشط بلعبة البوكر اذ ان الجميع يتسابقون للوصول الى المعلومات كما انه ينبغي الاهتمام بما يمتلكه الاخرون من اوراق مالية فضلا عن استخدام ما تمتلكه من اوراق مالية بذكاء . (, Ambachtsheer 1994;91)

٢-٢ : مداخل بناء المحافظ النشطة

تنضوي تحت مفهوم الادارة النشطة مجموعة من المداخل والاستراتيجيات المتنوعة والتي تمكن كل منها بناء محفظة نشطة تتوافق واهداف الادارة النشطة في تحقيق عائد اعلى من معدل عائد المرجع على اساس معدل بالمخاطرة وهي كما يأتي :

٢-٢-١ : المدخل الاساسي Fundamental approach

وفق هذا المدخل فان بناء المحفظة يأتي بعد دراسة المشهد الاقتصادي للبلد والقطاع والشركة وكل ما يتعلق بها من اجل التنبؤ بقدر المستطاع بما سيكون عليه سعر السهم وهذا التحليل يتمحور في الوصول الى القيمة الجوهرية (intrinsic) ومقارنتها مع السعر الحالي فاذا كانت القيمة الجوهرية اقل مما عليه السعر الان معناه القيام ببيع السهم والعكس مع موقف القيمة الجوهرية اعلى من السعر الحالي اذ يتم شرائه ويعد المستثمر الشهير (Benjamin Graham) هو رائد هذا المدخل بعد ما تناوله في كتابه الشهير تحليل الاوراق المالية (Security analysis) (Fabozzi ,2009;154)

٢-٢-٢ : المدخل الفني Technical Approach

بالرغم من دور التحليل الاساسي في بناء محافظ نشطة ذات اداء عالٍ نجد بالمقابل شيوع واتساع امكانيات التحليل الفني في بناء محافظ نشطة ذات اداء فائق ، اذ يعتمد التحليل الفني على دراسة السوق وبياناته التاريخية والمتمثلة في السعر وحجم التداول في الغالب وتمثيلها بيانيا و نمذجتها كميا للتعرف على سلوك اسعار الاسهم السابقة ومحاولة

استخدامها للتنبؤ بما ستكون عليه في المستقبل لأنها تعكس (سيكولوجيا المستثمرين) والتي لا تتغير كثيرا بمرور الوقت ولذلك تعددت الاساليب والادوات في ايجاد الاسهم التي تؤدي بشكل جيد ومنها استخدام نظرية Dow ومؤشرات التحليل الفني ومؤشرات الميول (Sentiment) والاشكال البيانية المختلفة(Charts)(Berntani ,2004;117) ولكن اشهر الاستراتيجيات الفنية المعروفة اكاديميا وعمليا في بناء المحافظ النشطة هي استراتيجيات الزخم momentum والستراتيجيات العكسية (Contrarian)(Renneboog ,2006;485)

٢-٢-٢-١ : أ ستراتيجية الزخم momentum strategy

تعد ستراتيجية الزخم من استراتيجيات اتباع العوائد (Return chasing) في التحليل الفني كما تعتبر ثالث اشهر ستراتيجية بعد ستراتيجية الحجم والقيمة (Ilmanen ,2011:294) وكما يصفها (Levy & Post) بانها اعلى من ناحية العوائد مقارنة باستراتيجيات الحجم والقيمة (Levy & Post,2005:320) ويطلق على محافظها بمحافظ الزخم(Momentum Portfolio) ((Brown & Bentley,2002:109) (et al, 2003:242 (Bodie Fabozzi,2009:157)

و السبب يعود في ذلك الى آلية تكوين وبناء هذا النوع من المحافظ والتي تعتمد على القيام بترتيب الاوراق المالية المراد استخدامها في هذه المحافظ على أساس الزخم (Momentum) من الاعلى (صاحبة اعلى قيمة زخم) الى الاسفل (صاحبة اقل قيمة زخم) ومن ثم تكوين محفظة ثانوية تتكون من اسهم ذات الزخم العالي والتي تسمى بالمحفظة الرابحة (Winner Portfolio) كي يتم شرائها (مركز طويل) وتمويلها عن طريق بيع المحفظة الخاسرة (Loser Portfolio) بيعا قصيرا والتي يتم تكوينها في الوقت نفسه من الاسهم الخاسرة (ذات الزخم المنخفض) .

ان المحافظ الرابحة تضم اعلى ١٠% من اجمالي الاسهم المرتبة و كذلك الحال بالنسبة للمحافظ الخاسرة فأنها تتكون من ادنى ١٠% من الأسهم المرتبة على أساس الزخم و هو كما في دراسات (Jegadeesh and Titman 1993 , 2001) والتي اعتمدت من لدن عدد كبير من الباحثين بعد ذلك كما ان الاسهم الداخلة في كل محفظة تعطى بأوزان متساوية ومن ثم فان محفظة الزخم تكون عن طريق مجموع عائد المحفظتين (الرابحة و الخاسرة) والعائد يطلق عليه هنا بعائد الزخم (Momentum Return) و تكرر هذه العملية كل شهر من اجل جمع مشاهدات شهرية لحساب عائد و مخاطرة ستراتيجية الزخم .

وهذا الاسلوب يدعى بأسلوب (Jegadeesh and Titman) والذي يعد اسلوباً اختبارياً يهدف الى بيان مدى وجود استراتيجيات الزخم و ربحيتها كما يتسم بالمرونة فبالإمكان الاعتماد على ١٠% او ٢٠% او ٥٠% من اجمالي الأسهم لبناء الرابحين او الخاسرين وهو ما اعتادت عليه العديد من الدراسات بعد دراسة(Jegadeesh and Titman 1993) (Park & Kim,2011:6). (Rouwenhorst,1997:4)

ومع ذلك يحدث احيانا ان البيع القصير يكون غير مسموح به لبعض المستثمرين (المؤسساتيين) او قد يكون غير مسموح به في السوق المالية ولذلك تطبق ستراتيجية الزخم عبر الاعتماد على المحافظ الرابحة فقط (المركز الطويل) ومن ثم يتم مقارنتها مع مرجع (مؤشر السوق) لبيان قدرتها على تحقيق العوائد في ظل ستراتيجية الزخم (Fabozzi,2009:152) (Korajczyk & Sadka, 2004:1045)

٢-٢-٢-٢ : الستراتيجية العكسية (Contrarian Strategy)

يعمل متنبو هذه الستراتيجية علي اتخاذ موقف معاكس Contrarian من الوضع الحالي للسوق فهم يميلون الى شراء الموجودات المالية عندما تبدأ اعداد كبيرة من المستثمرين ببيعها وبالعكس يبدؤون ببيع الاوراق المالية عندما يكون توجه المستثمرون الى شرائها وسبب ذلك هو توقعهم الى ان الاوراق المالية ستعود الى سابق وضعها بعد توجه جموع المستثمرين نحوها فهم سيبيعون الاوراق المالية عندما يقبل المستثمرين على شرائها لأن ذلك معناه انها ستصل قريبا او انها وصلت فعلا الى اعلى مستوى لها بسبب الطلب عليها والعكس مع عملية الشراء وهذا المبدأ يدعى بالعودة للوسط (mean reversion) وقد قام (DeBondt and Thaler) بدراسته عام (١٩٨٥) و (١٩٨٧) وقد وجدوا ان هذا الاسلوب يحقق عائدات متراكمة غير اعتيادية عالية في الامد الطويل (٣-٥) سنوات (Reilly & Brown ,2012;563) (Ambrosior,1990;42)

٢-٣ : مفهوم أستراتيجية الزخم Momentum Strategy concept

يعد العالم إسحاق نيوتن (Isaac Newton) من اشهر العلماء الذين أثروا في حياة الانسان بتقديمه للعديد من النظريات و التفسيرات العلمية و الإحصائية و لكن ما لم يكن متوقعاً هو انه يوما ما سيضع أسس واحدة من اكثر الستراتيجيات الاستثمارية في الأسواق المالية شهرة و هي ستراتيجية الزخم (Momentum Strategy) .

و من اجل توضيح مفهوم هذه الستراتيجية ينبغي علينا ان نوضح مفهوم الزخم الذي يمثل منطلق هذه الستراتيجية و سبب تسميتها و الذي يعود أساسا الى قانون نيوتن الأول بالحركة و المعروف بقانون الزخم .(Warwick, ٢٠٠١:٢٠) و الذي ينص (على ان الجسم يستمر في الحركة باتجاه معين اذا كان متحركاً او بوضع السكون اذا كان ساكناً ما لم تؤثر به قوة خارجية تغير وضعه السابق) .(Bird & Ross,2015:180)

و لتمثيل الاستمرارية في حركة السعر في السوق المالية فأن ذلك يكون ممكنا عن طريق دور الزخم في قياس النسبة التي يتغير بها السعر سواء بالارتفاع او الانخفاض ففي علم الرياضيات ان ميل الخط (Line Slope) هو المشتقة الأولى (First derivative) و التغير في الميل هو المشتقة الثانية و من ثم فأن انحدار خط الاتجاه الخاص بالسعر (Trend) سيتمثل بالمشتقة الأولى في حين ستمثل المشتقة الثانية مقدار الزخم الذي يعانيه خط السعر و الذي يمثل مقدار التغير في ميل خط اتجاه السعر و عليه فهو شبيه بمبدأ التعجيل (Acceleration) و التباطؤ (Deceleration) . (Kirkpatrick,2012:430) .

و لتوضيح ذلك يمكننا تناول المثال الاتي و الذي يشير الى ان مركبة تسير بسرعة ٦٠ كم في الساعة و في ظل ثبات سرعتها الحالية فأنها بذلك لا تمتلك زخماً و لكن ازدادت سرعتها تدريجا عن ٦٠ كم بالساعة فأن زخمها حينها يكون في تزايد اما اذا تراجعت سرعتها عن ٦٠ كم في الساعة فأن السيارة سوف تتباطأ و تبدأ بفقدان زخمها تدريجيا (Kaufmann,2003:1999).

عندها يمكن ان ينعكس ذلك على السوق المالية و حركة السعر الخاصة بالسهم او الموجود المالي فالسرعة هنا ستكون مكافئة لميل خط اتجاه السعر (Price Trend) مقاسة باليوم (كوحدة زمن) و الزخم هنا سيكون مكافئ لمقدار التغير في ميل خط اتجاه السعر و على هذا الأساس يعرف الزخم على انه (السرعة او الميل الذي يرتفع او ينخفض به سعر السهم او الموجود)(Arnold,1993:71) كما يعرف أيضا (بأنه التعجيل (التغيير) في سرعة حركة السعر) (Weir,2006:135) أما (McDowell) فيعد الزخم هو التغير في السعر الحالي مقارنة بمدة زمنية سابقة) (McDowell,2008:274) في حين عرفه (Tortorillo) بأنه (سرعة حركة السعر في مدة زمنية محددة) (Tortorillo,2009:261) و يتضح من التعاريف السابقة انها ركزت بالدرجة الأساس على وصف مفهوم الزخم الرياضي و الكمي و الذي يستخدم لتحديد مدى اندفاع و تباطؤ السعر غير ان المفهوم الخاص بالزخم يبدو اكثر وضوحا في ظل تعريف (Romeu & Serajuddin) و الذي بين ان الزخم (في الأسهم هو ميل سعر السهم للبقاء بالحركة باتجاه معين في مدة زمنية معينة)(Romeu & Serajuddin,2001:138) و الذي تضمن الإشارة بشكل واضح الى خاصية الاستمرارية التي أشار لها نيوتن في قانونه الأول للحركة.

و تأسيسا على ما سبق اصبح بالإمكان الآن تقديم مفهوم أستراتيجية الزخم الاستثمارية و التي هي ((**الستراتيجية الاستثمارية المبنية على مبدأ الاستثمار بالأوراق المالية و الموجودات التي أدت بشكل جيد (سيء) في الماضي لأنها ستميل الى الاستمرار بالأداء الجيد (السيء) في المستقبل**)) (Snopek,2012:22)

و من ثم اصبح واضحا ان أستراتيجية الزخم تتبنى مبدأ شراء الأوراق المالية ذات الزخم العالي في الأداء الجيد لأنها ستستمر بتحقيق أداء عالٍ مقارنة بباقي الموجودات بمقابل بيع – بيع قصير – الأوراق المالية المتراجعة بزخم عالٍ لأنها ستستمر بالتراجع في الأمد المتوسط او القصير على اقل تقدير (Dichev et al,2014:512) .

و ما تجدر الإشارة اليه ان أسباب امتلاك الورقة المالية او الموجودات المالية للزخم كثيرة و لكنها بكل الأحوال ناجمة عن اندفاع العرض و الطلب الذي يعتمد بدوره على نوع و توقيت تدفق المعلومات الداخلة الى السوق و التي يشبهها (Bernstein) بالطاقة التي تحرك السوق بأتجاه معين لتكسب الأوراق المالية او الموجودات زخم الاستمرار بالحركة (Bernstein,2003:112) فضلا عن ان المستثمر ينجذب تلقائيا الى الأسهم التي ترتفع بوتيرة اعلى من مثيلاتها و هذا هو مفتاح الزخم (Warwick,2001:18) .

٢-٤ : الزخم و قوى السوق Momentum and market dynamics

عن طريق الاشارة الى الزخم على الصعيد الدولي و اختلافه بين الموجودات اصبح واضحا ان وجود الزخم و انماطه يتبع طبيعة قوى و عوامل السوق (Market dynamics) و هذا ما يراه (Cooper et al) و الذي يفسر ذلك بتزايد ارباح الزخم مع ارتفاع السوق و انتعاشه و تراجعها عند كساد السوق و تراجعه في الدورة الاقتصادية (Cooper et al,2004:1363-1364) و اول من أشار الى ذلك كان (Chordia and Shivakumar) اذا وجدا خلال دراستهما عام ٢٠٠٢ في علاقة عائد استراتيجيات الزخم و الدورة الاقتصادية ان ظهور الزخم و عائداته تزداد مع الانتعاش الاقتصادي و ما يلحقه من ارتفاعاً في الأسواق المالية و العكس من ذلك تحقق خسائر عند اعتماد التداول على أساس الزخم في اوقات الكساد و الركود الاقتصادي و ما يلحقها من تراجع في الأسواق المالية (Chordia and Shivakumar , 2002:992-993) و لكن الدراسة الأبرز كانت لـ (Daniel) عام ٢٠١١ و دراسته الثانية اللاحقة عام ٢٠١٣ مع (Moskowitz) و التي على أساس دراسة (Jegadeesh & Titman,1993) و السلوك الذي لاحظاه بعد ازمة ١٩٣٣ و الحرب العالمية الثانية في تراجع عائدات الزخم عكف Danial الى عمل دراستين على الأسهم الامريكية و للمدة من ١٩٢٧ الى ٢٠١٠ و الى ٢٠١٣ في الدراسة الثانية مع Moskowitz و خلال هذه المدة تم دراسة مدتين الأولى تمتد من ما بعد الحرب العالمية الثانية الى عام ٢٠٠٧ اذ الاستقرار النسبي و ارتفاع في الأسواق إشارت فيها نتائج الزخم الى وجود عائدات موجبة معنوية مع انقطاعات لا تذكر بالمقابل كانت المدة الثانية مدة الاضطرابات و التي انقسمت الى جزأين الجزء الأول من عام ١٩٢٧ الى نهاية الحرب العالمية الثانية و غطى هذا الجزء ازمة ١٩٣٣ و الجزء الثاني من ٢٠٠٧ الى نهاية العينة و الذي غطى هو الاخر الازمة الأخيرة عام ٢٠٠٩ و ان المدة الثانية شهدت تحقيق استراتيجيات الزخم لعائدات سالبة معنوية و استنتجت الدراسة ان استراتيجيات الزخم تعطي نتائج معاكسة في الاوقات التي تلي الازمات و اوقات التذبذب الحاد في السوق و مدة التراجع التي تتبع اوقات ارتفاع السوق الحاد و التي تسمى لدى الفنيين " الارتداد" (Rebound) و من ثم خرجا بتسمية للحالة هذه بـ (اصطدام الزخم) (Momentum Crashes) (, Daniel 2011: 2) (Daniel & Moskowitz , 2016: 242) و تلت ذلك دراسة (Grobys) التي اكدت نتائج دراسة (Daniel & Moskowitz) و إشارة اليها على انها مخاطرة تخص استراتيجيات الزخم مطلقا عليها تسمية مخاطرة اصطدام الزخم (Momentum Crashes Risk) غير انه لاحظ انها تتواجد في استراتيجيات دون أخرى و ترك ايجادها للدراسات المستقبلية . (Grobys,2016:1766)

فضلا عن حالة اختفاء الزخم او تراجع ارباحه فقد لاحظ (Malkiel) و(Hwang & Rubesam) ان مدة التسعينيات شهدت ارتفاعاً في عائدات الزخم و بشكل ملحوظ عن مدة الثمانينات بسبب ارتفاع اسهم التكنلوجيا و بالوقت نفسه لاحظوا تراجع اداء محافظ الزخم بعد عام ٢٠٠٠ و البعض منها حققت ارباحاً سالبة (Malkiel,2003:62) (Hwang & Rubesam,2015:604) و بالرغم من ذلك فان الزخم ما زال موجود و لكنه اصبح اكثر تعقيدا كون هذا الاسلوب اصبح معروفا لدى المتداولين (Satchell,2007:4) و يبرر (Iverson) ظهور و اختفاء الزخم بتباين كفاءة السوق المالية فالسوق المالية لا ينظر لها على انها كفؤة او غير كفؤة دائما و انما السوق يعاني تغيير دائم ما بين مستويات الكفاءة (Iverson ,2013:143) فضلا عن ذلك و ما يفسر بقاء ستراتيجية الزخم و ربحيتها هو انها في شق كبير منها ظاهرة سلوكية و بالرغم من انها اصبحت مكشوفة الا انها ما زالت تعمل ما دام هنالك مستثمرون يعتقدون بعدم صحة تسعير الموجودات في ظل الية السوق على خلاف اخرين يعتقدون العكس مما سيؤدي الى تحرك السوق بزخم باتجاه معين لمدة معينة .(Ciana,2011:46)

٢-٥ : مكونات ستراتيجية الزخم Momentum Strategy Components

تتألف استراتيجيات التداول بصورة عامة وستراتيجية الزخم بصورة خاصة من مكونين فالأول هو الاداة أو الآلية التي بموجبها يتم قياس الزخم في الاسهم او الموجودات المرشحة للاستثمار في ظل الستراتيجية في حين ان المكون الاخر هو الفترة الزمنية التي تمثل الاطار الزمني الذي تستخدمه الاداة لتحديد مدى توافر الزخم في الموجودات وفي ظل المكونين يتم تحديد مدى توافر حالة الزخم في الاسهم للمدة المعتمدة ومن ثم تحديد الاسهم التي سيتم شرائها والتي سيتم بيعها بالمقابل (Farley,2010:76) ولتوضيح كلا المكونين سنعمد الى تناولهما بشيء من التفصيل وكما يأتي:

٢-٥-١ : أداة او آليه القياس Measurement Tool

وكما وضحها المحلل الفني الشهير (Marten j. Pring) فان أستراتيجية الزخم هي الاكثر استخداما في التحليل الفني ولكنها بالوقت نفسه الاكثر غموضا (Pring , 2002 : 3) والسبب يعود في ذلك الى ان هنالك اساليباً وآليات مختلفة لحساب الزخم وترتيب الاسهم وفقا له ولكن غالبيتها لا يفصح المتداولين عنها لأنها تمثل صلب عملهم في السوق بينما يفضل اخرون تقديمها بمقابل اجور كخدمات استثمارية في السوق المالية ولكن مع ذلك هنالك اساليب شائعة في التحليل الفني يمكن استخدامها لحساب الزخم في الموجودات المالية وتحديدا الاسهم (Kirkpatrick , 2009 : 95) وفي الدراسة الحالية سنعمد الى استخدام أسلوب دراسة (Jegadeesh & Titman) الذي يعد الابسط و الأكثر انتشارا في الجانب الاكاديمي كونه يعتمد و بشكل مباشر في ترتيب الأسهم على أساس العائد السابق للسهم في فترة الترتيب. (Jegadeesh & Titman ,2001:703) (Jegadeesh & Titman, 1993:68) و ما عزز موقف هذا الأسلوب هو النتائج التي حققتها دراستهما و من أعاد استخدام الأسلوب في قياس الزخم على الرغم من التشكيك الذي حدث في منتصف التسعينيات الا انه تجاوز ذلك مع ازدياد معتمدي هذا الأسلوب و الذين حققوا نجاحا بدورهم ليجعلوا هذا الأسلوب اشبه بالمعيار عند دراسة الزخم في الجانب الاكاديمي

٢-٥-٢: الاطار الزمني (Time Frim)

تعد أستراتيجية الزخم واحدة من اشهر استراتيجيات التداول متعددة الأطر الزمنية (Multiple Time Frim) في السنوات الاخيرة ، اذ ان المكون الثاني لستراتيجية الزخم بعد تحديد آلية الترتيب (Ranking) هو الاطار الزمني الذي ستستخدمه الستراتيجية (Miner , 2009 ; 12)

وينقسم الاطار الزمني لاستراتيجية الزخم الى مدتين زمنيتين فالأولى والمسماة مدة الترتيب (Ranking period) هي المدة التي تستخدم فيها اداة الترتيب لتحديد واختيار الاسهم ذات الاداء العالي (ذات الزخم العالي) والاسهم ذات الاداء المتراجع (ذات الزخم المتراجع) وما بينهما وهذه الاسهم تستخدم لبناء المحفظة في نهاية هذه المدة في حين ان المدة الثانية وتسمى مدة الاحتفاظ (holding) والتي تمثل مدة الاستثمار بالأسهم التي يتم اختيارها في المدة الاولى والاحتفاظ بها لغاية انتهاء المدة الثانية التي تنتهي بتصفية مراكز المحفظة ويحدث احيانا ان تطول هذه المدة كما في دراسة (Jegadeesh & Titman 2001) ليلحق بها مدة اضافية تدعى مدة ما بعد الاحتفاظ (post holding) و التي يتم استخدامها في ظل دراسات الحدث ، اذ اتضح ان الزخم يستمر احيانا بعد العام الواحد . (Jegadeesh & Titman, 2001:702-703) .

ان اسلوب المدتين قدمه لأول مرة (Levy) عام 1967 اذ كانت مدة الترتيب مكونة من 26 اسبوعاً (6 أشهر) بينما كانت مدة الاحتفاظ تارة (4) اسابيع اي (شهر) وتارة اخرى (26) اسبوعاً (6 اشهر) ايضا (Levy , 1967 ; 598)

وحتى عام 1993 كانت الدراسات تستخدم مدد متباينة ولكنها لا تتجاوز السنة الواحدة في كلا المدتين وحتى قبل ظهور اسلوب (Jegadeesh & Titman 1993) و الذي اصبح منهجاً تجريبياً (Experimental) معتمداً في دراسات الزخم اللاحقة حتى يومنا هذا .

فقد اعتمد منهج (Jegadeesh & Titman 1993) على استخدام مدة تتراوح ما بين (3-12) شهراً في مدة الترتيب وبواقع (12,9,6,3) شهر لكل مرة و سبب ذلك هو اعتماده على المدة التي تستخدمها مؤسسة (Value Line) في حساب معامل الزخم بمقابل مدة مشابه في مدة الاحتفاظ والتي عزاها هي الاخرى الى نماذج التراجع (Reversal) في الاجل القصير والاجل الطويل (اكثر من سنة) و التي سبق و ان اشرنا لها .

الجانب التطبيقي من الدراسة

٣: تحليل وتقييم محفظة الزخم النشطة ومكوناتها

سيتم التركيز هنا على تحليل محافظ الزخم ومكوناتها كمحافظ نشطة (Active) وتقييم ادائها مقارنة بالمحفظة المرجعية (Benchmark) والمتمثلة بمحفظة السوق (Market portfolio) والمكونة باستخدام عائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX) ، وذلك باستخدام المقاييس المعدلة بالمخاطرة (Risk adjusted) للحكم فيما اذا كان باستطاعة محافظ الزخم النشطة التفوق (Superiority) على محفظة السوق على اساس العائد المعدل بالمخاطرة قبل وبعد ادخال افتراض كلفة المعاملة .

٣-١ : محفظة الزخم momentum Portfolio

لبيان موقف ظاهرة الزخم في سوق العراق للأوراق المالية و تحليلها و معرفة الأنماط التي تتخذها يتطلب بناء محافظ الزخم و اختبار خصائصها بصورة مفصلة و هذا يتم عن طريق اعتماد الية انتقاء اسهم المحافظ بالشكل الذي يميز محافظ الزخم عن غيرها

و كما تم الاشارة في الجانب المفاهيمي من الدراسة الى وجود اليات تداول مختلفة للزخم و الا انه في هذه الدراسة تم اعتماد ستراتيجيات (Jegadeesh & Titman 1993) لأنها الأشهر و الأكثر استخداما في الجانب الاكاديمي في دراسة ظاهرة الزخم مما جعلها معياراً لدراسة الزخم اكاديميا فضلاً عن انها ذات إجراءات متكاملة من حيث بناء محافظ الزخم و توقيت أسلوب التداول على أساس المدة في الترتيب (الانتقاء) و الاحتفاظ (الاستثمار) والتي تأخذ الصيغة الاتية في الدراسة الحالية :

٣-١-١: بناء محفظة الزخم Building momentum Portfolio

من اجل اختبار ظاهرة الزخم ينبغي بناء محفظة الزخم والتي تتكون بالأساس من محفظتين هما المحفظة الرابحة والمحفظة الخاسرة (Winner and Loser) ، ففي بداية كل شهر و لكل ستراتيجية يتم حساب عائد الاسهم ضمن عينة الدراسة للمدة السابقة (ثلاثة اشهر مثلا) و على أساس معدل عوائدها لتلك المدة يتم ترتيب الاسهم من الاسهم الاعلى عائدا (في الاعلى) الى الاقل (في الاسفل) وعلى هذا الاساس يتم انتقاء (Pick) اعلى (١٠)[١] اسهم من حيث العائد لبناء المحفظة الرابحة (Winner Portfolio) والتي يتم شرائها (اتخاذ مركز طويل بأسهمها) أملين استمرارها بتحقيق عوائد في المدة اللاحقة و انتقاء الاسهم العشرة الاخيرة (التي تحقق خسائر) لبناء المحفظة الخاسرة (Loser Portfolio) من اجل بيعها بيعا قصيرا (اتخاذ مركز قصير) على امل استمرارها بتحقيق خسائر في المدة اللاحقة .

وعلى هذا المنحى يتم حساب عائد محفظة الزخم بجمع عائد مكوناتها من المحافظ الرابحة والخاسرة معا وهو ما يطلق عليه بعائد الزخم (Momentum Profit) و الخطوات التالية توضح الية البناء بالتفصيل و سنبين ذلك عن طريق استخدام محفظة ستراتيجية (J week / K week) كمثال لأجراءات البناء و حساب العائد ، و تبدأ الإجراءات الحسابية لهذه الستراتيجية من حساب العائد الرأسمالي اليومي للاسهم لـ (٢٩) عينة الدراسة وفق المعادلة رقم (١)

$$R_i = ln\left(\frac{P_{t+1}}{P_t}\right) = ln(P_{t+1}) - ln(P_t) \quad \ldots\ldots\ldots \quad 1$$

اذ ان P_t هوة السعر الحالي اما P_{t+1} هو سعر السهم لليوم اللاحق و R_i هو عائد السهم i

و باستخدام برنامج (MS EXCEL 2013) يتم بناء المحافظ وفق الخطوات التالية :

أ – عند بداية كل شهر (تبدأ الستراتيجية الحالية من الشهر الثاني ٢٠١٠) يتم حساب معدل عائد الأسهم بناء على العائدات اليومية للأسبوع السابق لبداية الشهر و الذي يمثل مدة الترتيب (J) في هذه الستراتيجية .

ب – فرز الأسهم الـ ٢٩ على أساس معدل العائد اليومي لها في الأسبوع السابق بشكل تنازلي أي من الأسهم التي كانت ذات اعلى عائد الى الأقل خلال الأسبوع السابق .

ج – اختيار الـ ١٠ اسهم الأعلى (الرابحة) و بناء محفظة رابحة بها متساوية الاوزان تستمر مدة الاحتفاظ بها (K) لمدة أسبوع من تاريخ بداية الشهر الحالي (٢٠١٠/٢) و الحال نفسه مع المحافظ الخاسرة اذ يتم اختيار الـ ١٠ الأسهم الأقل عائدا (اخر الترتيب) لكي تبنى بها المحافظ الخاسرة (على امل ان تستمر بالخسارة لتحقق عائد في البيع القصير) و أيضا بأوزان متساوية و يتم الاحتفاظ بها لمدة توازي الرابحة (أسبوع)

د – بعد انتهاء الأسبوع الأول من الشهر الثاني ٢٠١٠ تحسب العائدات الفعلية لكل من المحافظ الرابحة و الخاسرة بعد تصفية المراكز وفق المعادلة رقم ٢ و تجمع عوائدهما معا (الرابحة ذات عوائد اعتيادية و الخاسرة عوائدها ناتجة عن البيع القصير) لتكوين محفظة الزخم او ما يسمى بعائد الزخم و الذي يمثل عائد محفظة الشهر (٢٠١٠/٢) .

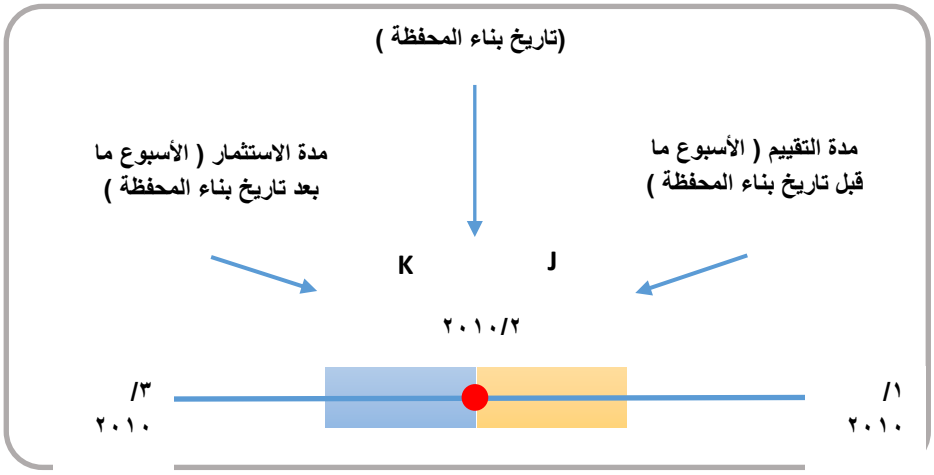
$$E(R_p) = \sum_{i=1}^{n} R_i w_i \quad \ldots\ldots\ldots\ldots \quad 2$$

حيث ان w_i يمثل وزن السهم i في المحفظة و R_i يمثل معدل عائد السهم i

هـ – تكرر هذه العملية كل شهر على طول امتداد الأشهر المتاحة في عينة الدراسة و التي ابتدأت من (٢٠١٠/٢ – ٢٠١٥/٢) بواقع ٦١ شهر أي ٦١ محفظة زخم بمكوناتها (المحفظة الرابحة و الخاسرة) و ان معدل الـ ٦١ شهر (

[١] تم اعتماد (١٠) اسهم على أساس حجم العينة المكونة من (٢٩) سهماً و التي تمثل بذلك ثلث العينة فضلاً عن مراعات الحد الأدنى من التنويع في محافظ الزخم و لسهولة الحسابات الرياضية فيما يتعلق بالأوزان المتساوية داخل المحفظة.

محفظة زخم) هو معدل عائد الزخم للستراتيجية و في هذه الستراتيجية كان معدل العائد هو (٠.٠٠٠٠٩ –) بدون كلفة المعاملة كما ظهر في الجدول رقم (١) ، و الشكل (١) يوضح الية بناء محفظة الزخم في الشهر الواحد .



شكل (1) الية بناء محفظة الزخم

المصدر : من اعداد الباحث

بعد تحليل ظاهرة الزخم في الاجل القصير والمتوسط عمل (Jegadesh & Titman) في دراسة (١٩٩٣) على استخدام اسلوب دراسات الحدث (Event studies) وذلك لغرض معرفة هل يستمر الزخم بعد مدة سنة واحدة وهل هو ناتج عن رد الفعل المبالغ فيه او الخامل (Overreact & underrate) تم استخدام الاسلوب نفسه الدراسة الحالية لبيان ظاهرة الزخم في الاجل الطويل ولغاية (٣)[٢] سنوات ، اذ تمت دراسة الزخم ولمدة (٣٦) شهراً أي (٣) سنوات بعد تاريخ تكوين المحفظة ، وقد كانت مدة الترتيب (J) مدة أساس واحدة ولمدة (٦) اشهر لكل ستراتيجية و كما في دراسة (Jegadeesh & Titman) 1993 و التي اتخذت الالية الاتية :

أ – في بداية كل شهر يتم حساب معدل عائد الأسهم الـ (٢٩) الداخلة في العينة على أساس ال (٦) اشهر السابقة و لغاية بداية الشهر الحالي (في هذه الدراسة كانت تبدأ من بداية الشهر ٢٠١٠/٧)

ب – و باستخدام برنامج (MS Excel 2013) تم ترتيب الأسهم (باستخدام العائدات) تنازليا من الأسهم ذات العائد الأعلى الى الأقل عائدا .

ج – اختيار الأسهم الـ (١٠) الأعلى عائدا(تم حساب العائد وفق المعادلة رقم ١) لبناء محفظة متساوية الاوزان تمثل المحفظة الرابحة و بالأسلوب نفسه يتم اختيار الأسهم ال(١٠) الأدنى عائدا لبناء المحفظة الخاسرة و بأوزان متساوية أيضا .

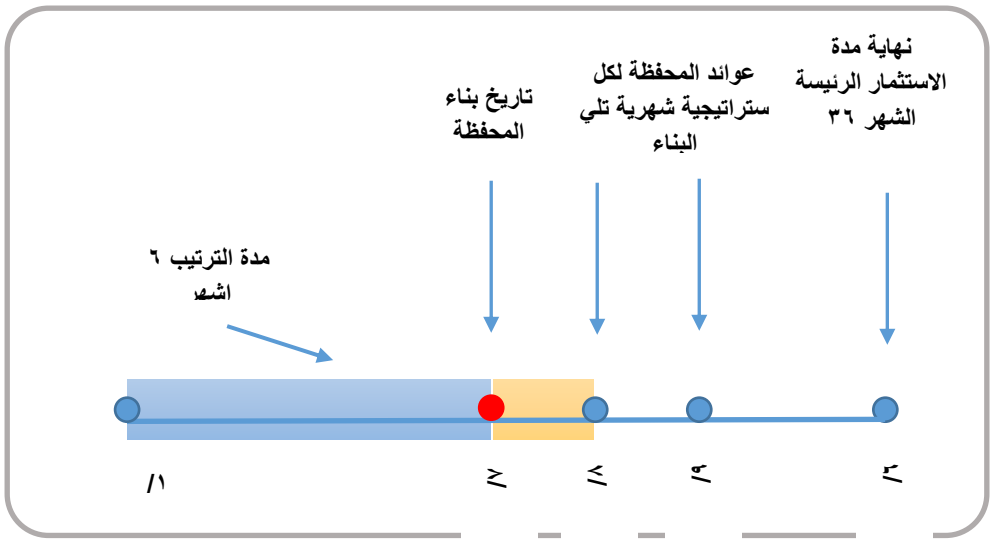
د – يتم الاحتفاظ بهذه المحافظ لمدة (٣) سنوات من تاريخ بنائها (أي ٣٦ شهراً)

هـ – يتم حساب عائد محفظة الزخم (الرابحة و الخاسرة) لكل شهر بعد تاريخ تكوين المحفظة (من الشهر الأول الى الشهر ٣٦) و يتم الحساب وفق المعادلة رقم ٢ .

و – تكرر عملية بناء المحفظة عند بداية كل شهر (٢٠١٠/٧ ، ٢٠١٠/٨ ، ...)

ز – و لحساب معدل عائد ستراتيجية الشهر الأول (J6/K1) كمثال لما ورد أنفا فأنه يتم حساب معدل عائد الشهر الأول لكل المحافظ التي تم تكوينها (تم تكوين ٢١ محفظة رئيسة و هي ما ممكن تكوينه في ظل مدة العينة) و الشكل (٢) يوضح الية البناء التي وردت في النقاط المذكورة انفاً

(٢) تم استخدام مدة (٣) سنوات او (٣٦) شهراً وفقا لدراسة (Jegadeesh & Titman 1993) و بما تسمح به عينة الدراسة الحالية .



شكل (٢) الية بناء محفظة الزخم في دراسة

٣-١-٢:مدة الستراتيجية (Strategy Time period)

لما كانت كل محفظة زخم تعتمد عند تاريخ تكوينها على مدة سابقة لأغراض حساب معدل عائد الاسهم و ذلك لغرض الترتيب (مدة الترتيب)(Ranking Period) ومدة لاحقة للاحتفاظ بالأسهم وتحصيل عائداتها (مدة احتفاظ) (Holding Period) ، فان (Jegadeesh & Titman) استخدما المدد (١٢,٩,٦,٣) شهر وعدها هذه المدة هي الاجل المتوسط ، و بإعطاء الرمز (J) لمدة الترتيب والرمز (K) لمدة الاحتفاظ فأنه بذلك يمكن الاشارة الى الستراتيجية بالصيغة (J/K) وباستخدام المدد المذكورة تم تكوين (١٦) أستراتيجية ، فمثلا ستراتيجية (J3/K3) تشير الى ستراتيجية الزخم على اساس مدة ترتيب ثلاثة اشهر واحتفاظ لثلاثة اشهر.

اما في هذه الدراسة الحالية فقد تم اضافت مدة (أسبوع واحد) و (شهر واحد) لتمثل الاجل القصير جدا لأن على حد علم الباحث لم تجري دراسة سابقة توضح نمط الزخم في سوق العراق للآماد القصيرة جدا (أسبوع) و (شهر) وان اعتماد مدة شهر واسبوع جاءت على اساس دراسات (Lehmann 1990) و (Jegadeesh 1990) والتي قادت (Jegadeesh) لاحقا الى دراسة الستراتيجيات الـ(١٦) المذكورة انفا .

وبذلك اصبح عدد الستراتيجيات التي تم اختيارها (٣٦) أستراتيجية للأجل القصير جدا والمتوسط وعلى هذا المنحى ولكل ستراتيجية يتم بناء محفظة زخم (بمكوناتها من المحفظة الرابحة و الخاسرة) و تكون حالة البناء في تتكرر كل شهر (التحرك للشهر اللاحق خلال العينة) للستراتيجية الواحدة مكونة بذلك عوائد شهرية لمحافظ الزخم والتي عن طريق حساب معدل العائد لمحافظها يتم الحكم على وجود ظاهرة الزخم للستراتيجية الواحدة وفي ظل عينة دراستنا تم تكوين (١٨٨٤) محفظة زخم (١٨٨٤ محفظة رابحة و١٨٨٤محفظة خاسرة)[٣] في ظل الستراتيجيات الخاصة بالأجل القصير جدا و القصير والمتوسط اما دراسات الحدث فقد كانت (٧٥٦) محفظة زخم شهرية بواقع (٧٥٦) محفظة رابحة و (٧٥٦) محفظة خاسرة وللمدة من عام ٢٠١٠ الى الشهر الثاني من عام ٢٠١٥ .

٣-١-٣:المعنوية (Significant)

تم اخضاع عوائد الزخم لنوعين من المعنوية و هما كما يأتي :

[٣] تتألف محفظة الزخم من محفظتين بمعنى محفظة رابحة و محفظة خاسرة و اللذان يكونان محفظة زخم كاملة

٣-١-٣-١:المعنوية الاحصائية (Statistical Significant)

ولإيجاد المعنوية الاحصائية لمعدل عائد ستراتيجية الزخم تم استخدام اختبار (t)[٤] للعينة الواحدة (One – Sample t Test) والذي يستخدم لبيان فيما اذا كان عائد الستراتيجية مساوي لوسط مفترض ، وقد تم اعتماد الوسط المفترض (صفراً)[٥] لمعرفة فيما اذا كانت ستراتيجية الزخم تولد عائدات تختلف عن الصفر بمعنوية احصائية لذلك جاءت فرضية الاختبار الاحصائي هذا بالشكل الاتي :

الفرضية العدم : ان عائد ستراتيجية الزخم معنوي ولا يساوي صفراً احصائيا
الفرضية البديلة: ان عائد ستراتيجية الزخم غير معنوي و يساوي صفراً احصائيا

٣-١-٣-٢:المعنوية الاقتصادية (Economic Significant)

ولإضفاء المزيد من الواقعية على التداول بستراتيجيات الزخم فأنه تم اضافة افتراض وجود كلفة المعاملة ومن ثم اعطاء التحليل معنوية اقتصادية وهنا تم اعتماد كلفة معاملة بمقدار (١%) للصفقة الواحدة وفقا للمادة (١٦) في الفصل الثاني من التعليمات التنظيمية لتداول الاوراق المالية في سوق العراق الصادرة استنادا الى القسم (٣) المادة (٢) من قانون سوق العراق المؤقت للأوراق المالية رقم (٧٤) لعام ٢٠٠٤ . و من ثم فان كلفة المعاملة للمحفظة الواحدة (سواء رابحة او خاسرة) ستكون (٢%) لأنها تتحمل كلفة (١%) في دخول المركز و (١%) في تصفية المركز ولذلك فان مجموع كلفة المعاملة التي تتحملها محفظة الزخم هي (٤%) اجمالا .

وتباعا سيتم تحليل وتقييم عائد محافظ الزخم ومن ثم مكوناتها من المحافظ الرابحة والمحافظ الخاسرة على حدة وعلى اساس بدون كلفة معاملة تارة ومع كلفة المعاملة تارة اخرى وذلك عن طريق تحليل تفصيلي لاستراتيجيات الاجل القصير والمتوسط ومحافظ دراسة الحدث (المستخدمة في دراسة الاجل الطويل) .

وسيتم ذلك بعرض الجداول من (١) الى (١٣) و التي تعرض نتائج كل ستراتيجية ممثلة بالأعمدة (المتغيرات) التسعة التي تتخذ العناوين الاتية :

العمود الأول : (Return) و الذي يشير الى متوسط عائد محافظ الزخم للستراتيجية الواحدة و يتم حسابه عن طريق إيجاد متوسط العوائد الناجمة عن كل محفظة زخم تم تكوينها بالستراتيجية الواحدة او لمكوناتها (في حالة المحافظ الرابحة او الخاسرة على حدة) .

العمود الثاني : نسبة (Sharpe) و هي نسبة العائد الفائق (متوسط عائد محفظة الزخم مطروح منها متوسط العائد الخالي من المخاطرة للمدة) الى الانحراف المعياري لعائدات محافظ الزخم في الستراتيجية الواحدة و فقاً للمعادلة (٣) .

$$Sharpe\ Ratio = \frac{Rp-Rf}{\sigma_p} \text{.....3}$$

اذ ان Rp=عائد محفظة الزخم و ان Rf = معدل العائد الخالي من المخاطرة في حين
σp= الانحراف المعياري لمحفظة الزخم (تم حساب الانحراف المعياري من خلال دالة Stdiv.s)

العمود الثالث : نسبة (Treynor) و هي نسبة العائد الفائق (متوسط عائد محفظة الزخم مطروح منها متوسط العائد الخالي من المخاطرة للمدة) الى معامل بيتا لعائدات محافظ الزخم في الستراتيجية الواحدة كما في المعادلة (٤) .

$$Treynor\ Ratio = \frac{Rp-Rf}{\beta_p} \text{.....4}$$

اذ ان Rp=عائد محفظة الزخم و ان Rf = معدل العائد الخالي من المخاطرة في حين ان βp= معامل بيتا لمحفظة الزخم (يتم حساب معامل بيتا باستخدام دالة الميل Slope وفق برنامج اكسل).

العمود الرابع : قيمة (Alpha) و المقصود بها قيمة مقياس (Alpha Jensen) و المحسوبة عن طريق معدل عائد محافظ الزخم مطروح منه العائد المتوقع (عائد CAPM) وفقاً للمعادلة (٥).

---

[٤] تم اعتماد اختبار (t) لأن تباين المجتمع غير معروف و حجم العينة الواحدة (مشاهدات الستراتيجية الواحدة) صغير كما انه اعتمد من قبل (Jegadeesh & Titman) في دراستيهما ١٩٩٣ و ٢٠٠١ .

[٥] اعتمد الوسط المفترض (صفر) من قبل (Jegadeesh & Titman) .

$$a_p = R_p - [R_f + \beta_p(R_m - R_f)] \text{.....5}$$

حيث ان Rp=العائد الفعلي لمحفظة الزخم و ان βp= معامل بيتا للمحفظة المراد تقييمها في حين Rm= عائد محفظة السوق (محفظة المؤشر العام)

العمود الخامس : نسبة المعلومات (IR) و التي تحسب بقسمة معدل العائد النشط على الانحراف المعياري للعائد النشط و وفقا للمعادلة (٦) .

$$IR = \frac{ER_a}{\sigma_{ERa}} \text{ ..... 6}$$

حيث ان ER_a تمثل معدل العائد النشط (عائد المحفظة مطروح منه عائد المؤشر) اما σ_{ERa} فيمثل المخاطرة النشطة و هي مقدار تشتت العائد النشط

العمود السادس : العائد النشط (Active R.) و الذي يمثل معدل الفارق بين عائد محفظة الزخم (او احدى مكوناتها في حالة المحافظ الرابحة او الخاسرة) و عائد محفظة السوق المقارنة للمدة .

العمود السابع : السوق (Market) و الذي يمثل معدل عائد محافظ السوق (محفظة المؤشر) للمدة المقارنة و تم احتسابه وفق المعادلة (١)

العمود الثامن : نسبة (Sharpe) و هي نسبة العائد الفائق (متوسط عائد محفظة السوق مطروح منها متوسط العائد الخالي من المخاطرة للمدة) الى الانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق و وفقا للمعادلة (٣).

العمود التاسع : نسبة (Treynor) و هي نسبة العائد الفائق (متوسط عائد محفظة السوق مطروح منها متوسط العائد الخالي من المخاطرة للمدة) الى معامل بيتا لعوائد محفظة السوق و وفقا للمعادلة (٤) .

٣-٢ : تقييم استراتيجيات الاجل القصير و المتوسط

في هذه الفقرة سنعرض الاستراتيجيات ال (٣٦) الخاصة بمنهجية (Jegadeesh & Titman) مع المدة القصيرة (اسبوع) و (شهر) .

٣-٢-١ : محفظة الزخم قبل الكلفة

يعرض الجدول (١) ملخص نتائج محافظ الزخم لكل ستراتيجية وعن طريق الجدول يتضح ان (٢٣) ستراتيجية من اصل (٣٦) حققت عائداً نشطاً (تفوقت على عائد السوق) وان جميع هذه المحافظ النشطة لم تستطيع التفوق على محفظة السوق وفق النسبة (Sharpe) ما عدا واحدة وهي ستراتيجية (J12/K12) وهذا يدل بصورة واضحة ان ستراتيجية الزخم تنتقي الاسهم ذات المخاطرة الكلية العالية وهو ما يتفق مع مبدأ انها تختار الاسهم ذات العائد العالي ، بالمقابل فان جميع المحافظ النشطة كانت قد حققت نسبة (Treynor) اعلى من السوق ما عدا ستراتيجية (J12/K12) و (J9/K9) ومن ثم فهذه دلالة على ان العائد في هذه المحافظ كان اعلى عند التعديل بالمخاطرة المنتظمة بالمقارنة مع نسبة (Sharpe) فان ذلك يشير الى ان محافظ الزخم لها مخاطرة غير منتظمة عالية .

واشار الجدول ايضا الى ان جميع محافظ الزخم النشطة فضلا عن غير النشطة بينت قيم (alpha) سالبة وهذا معناه ان المحافظ تحقق عائد اقل من العائد المبني على حركة السوق (العائد المتوقع لها) بصورة عامة .

وفضلا عن ذلك كانت جميع قيم نسبة المعلومات (IR) موجبة للمحافظ النشطة وهي بذلك تشير الى تفوق المحفظة النشطة على محفظة السوق باستخدام المعلومات والخبرة اللازمة وهو ما حصل في توليد عوائد موجبة نشطة في الاستراتيجيات ال (٢٣) .

٣-٢-٢ :المحفظة الرابحة قبل الكلفة

يتضح من الجدول (٢) ان جميع متوسطات عائدات محافظ الزخم الرابحة لم تحقق عائداً نشطاً (Active return) ولذا هذا يشير الى عدم قدرتها على التفوق على عائد محفظة السوق (المرجع) في جميع الاستراتيجيات ال (٣٦) .

بالرغم من ذلك اشارت نسبة (Sharpe) ان جميع الاستراتيجيات ما عدا ثلاث منها و هي (J9/K9) و (J12/K9) و (J12/K12) حققت نسبة (Sharpe) منخفضة مقارنة بالنسب القرينة للسوق (محفظة السوق) وهذا يدلل على مخاطرة عالية لستراتيجية الزخم في المحافظ الرابحة وبالمقابل كانت نسبة (Treynor) للمحافظ الرابحة ولجميع الاستراتيجيات ال

(٣٦) سالبة وبمقدار اقل من مثيلاتها لمحفظة السوق وهذا معناه ايضا العائد المعدل بالمخاطرة المنتظمة هو اقل ايضا من العائد المعدل بالمخاطرة المنتظمة للسوق ومن ثم هنا ايضا تتفوق محفظة السوق على محفظة الزخم الرابحة.

والحال مشابه مع مقياس (alpha) اذ كانت نتائج جميع الاستراتيجيات تشير الى تحقيق المحافظ الرابحة لـ (alpha) سالبة وهذا معناه ان العائد الفعلي للمحافظ الرابحة كان اقل من العائد المتوقع لها والمحسوب على اساس ميوله لتتبع عائد السوق (وفق انموذج CAPM) و كنتيجة متوقعة فان نسبة المعلومات (IR) هي الاخرى جاءت بإشارة مشابه ، اذ افصحت نتائجها عن مقدار سالب ايضا ولجميع الاستراتيجيات ال (٣٦) في دلالة واضحة الى عدم قدرة المحافظة الرابحة في استغلال المعلومات اللازمة لتحقيق عائد نشط وهو ما حصل فعلا .

الجدول (١) نتائج محفظة الزخم قبل الكلفة في الاجل القصير و المتوسط

Treynor	sharp	Market	Active R.	IR	Alpha	Treynor	sharp	Return	(J / K)
-0.0049614	-0.6744	-0.0002	-0.00067	-0.0697	-0.0065	0.032	-1.0425	-0.0009	(Week / week)
-0.0049614	-0.6744	-0.0002	-0.0007	-0.0761	-0.0049	-0.0362	-0.8662	-0.0009	(1 / week)
-0.0052033	-0.7152	-0.0004	-0.00053	-0.0591	-0.005	-0.0392	-0.9011	-0.001	(3 / week)
-0.005383	-0.7264	-0.0006	-0.00048	-0.0496	-0.0063	0.0785	-0.9894	-0.0011	(6 / week)
-0.0053381	-0.7013	-0.0006	-0.00065	-0.0673	-0.006	-2.9639	-1.0224	-0.0013	(9 / week)
-0.0053207	-0.6805	-0.0007	0.000471	0.0497	-0.0043	-0.0473	-0.8067	-0.0002	(12 / week)
-0.0050226	-1.1717	-0.0003	-8.5E-05	-0.0148	-0.0065	0.0187	-1.6558	-0.0004	(Week / 1)
-0.0050226	-1.1717	-0.0003	-0.00057	-0.1145	-0.0056	1.4248	-2.1692	-0.0008	(1 / 1)
-0.0050097	-1.15	-0.0002	-0.00018	-0.0338	-0.0059	0.0346	-1.8858	-0.0004	(3 / 1)
-0.005073	-1.1369	-0.0003	0.000232	0.043	-0.0051	0.0929	-1.6879	-6E-05	(6 / 1)
-0.0049868	-1.0873	-0.0003	6.86E-05	0.0119	-0.0067	0.0141	-1.8171	-0.0002	(9 / 1)
-0.0050394	-1.0776	-0.0004	0.000539	0.095	-0.0059	0.0167	-1.7356	0.00012	(12 / 1)
-0.0049625	-2.4145	-0.0002	0.000157	0.0593	-0.0052	0.0588	-3.1169	-5E-05	(Week / 3)
-0.0049625	-2.4145	-0.0002	0.000169	0.0617	-0.0058	0.0241	-3.1342	-4E-05	(1 / 3)
-0.0049784	-2.3812	-0.0002	0.000474	0.1694	-0.0057	0.0186	-2.9498	0.00026	(3 / 3)
-0.0050145	-2.3368	-0.0002	0.000429	0.1435	-0.0061	0.0151	-2.7907	0.0002	(6 / 3)
-0.0049606	-2.2518	-0.0002	0.000301	0.1	-0.0066	0.0117	-3.0411	5.4E-05	(9 / 3)
-0.0051159	-2.5484	-0.0005	0.000771	0.2857	-0.0057	0.0169	-2.961	0.00028	(12 / 3)
-0.0048354	-3.6973	-8E-05	2.48E-05	0.0138	-0.0066	0.0134	-5.0889	-6E-05	(Week / 6)
-0.0048354	-3.6973	-8E-05	8.01E-05	0.0449	-0.0056	0.0279	-4.5431	-2E-06	(1 / 6)
-0.004843	-3.6365	-8E-05	0.000228	0.11	-0.0073	0.0084	-4.1972	0.00015	(3 / 6)
-0.004874	-3.5589	-9E-05	4.17E-05	0.0188	-0.007	0.011	-3.7935	-5E-05	(6 / 6)
-0.0049177	-3.7506	-0.0002	0.000203	0.1011	-0.0071	0.0098	-4.3646	-1E-06	(9 / 6)
-0.0050292	-4.6349	-0.0004	0.000521	0.3391	-0.0054	0.0249	-4.8349	0.00011	(12 / 6)
-0.0047993	-4.1294	-5E-05	-9.4E-05	-0.0645	-0.0053	0.0517	-6.0065	-0.0001	(Week / 9)
-0.0047993	-4.1294	-5E-05	7.01E-05	0.043	-0.0067	0.0117	-5.5646	2.4E-05	(1 / 9)
-0.0048119	-4.0625	-5E-05	7.52E-05	0.0411	-0.0075	0.0083	-4.9931	2.6E-05	(3 / 9)
-0.0049097	-4.1714	-0.0001	-3.7E-05	-0.0203	-0.0072	0.011	-5.0286	-0.0002	(6 / 9)
-0.0049709	-4.5548	-0.0003	0.000125	0.079	-0.0075	0.009	-6.1227	-0.0001	(9 / 9)
-0.0050704	-5.9336	-0.0004	0.00043	0.3878	-0.0044	-0.0896	-6.2163	-2E-05	(12 / 9)
-0.0047581	-4.8678	-4E-06	-4.9E-06	-0.0038	-0.0051	0.0747	-5.9318	-9E-06	(Week / 12)
-0.0047581	-4.8678	-4E-06	2.03E-05	0.0147	-0.0067	0.0112	-6.6184	1.6E-05	(1 / 12)
-0.0048108	-4.9457	-5E-05	-3.1E-05	-0.0211	-0.0074	0.009	-6.1708	-8E-05	(3 / 12)
-0.0049298	-5.3057	-0.0001	-6.9E-05	-0.0474	-0.0078	0.0089	-6.4853	-0.0002	(6 / 12)
-0.0049972	-6.288	-0.0003	7.44E-05	0.0618	-0.0066	0.0145	-7.0576	-0.0002	(9 / 12)
-0.0050494	-8.1372	-0.0004	0.000429	0.4595	-0.0038	-0.0274	-5.3886	2.4E-06	(12 / 12)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

الجدول (٢) نتائج المحفظة الرابحة قبل الكلفة في الاجل القصير و المتوسط

Treynor	sharp	Market	Active R.	IR	Alpha	Treynor	sharp	Return	(J / K)
-0.005	-0.674	-0.0002	-0.000138	-0.0204	-0.00286	-0.01128	-0.8001	-0.000346	(Week / week)
-0.005	-0.674	-0.0002	-0.00085	-0.1313	-0.00315	-0.01083	-0.858185	-0.001058	(1 / week)
-0.0052	-0.715	-0.0004	-0.000259	-0.0448	-0.00263	-0.01005	-0.88609	-0.0007	(3 / week)
-0.0054	-0.726	-0.0006	-0.00038	-0.0695	-0.00303	-0.01135	-1.03981	-0.000977	(6 / week)
-0.0053	-0.701	-0.0006	-0.000448	-0.0726	-0.00343	-0.01308	-1.031735	-0.001073	(9 / week)
-0.0053	-0.68	-0.0007	-6.79E-05	-0.0103	-0.00278	-0.01101	-0.83274	-0.000766	(12 / week)
-0.005	-1.172	-0.0003	-0.000541	-0.1136	-0.00486	-0.03967	-1.806934	-0.00081	(Week / 1)
-0.005	-1.172	-0.0003	-0.000986	-0.235	-0.00485	-0.0261	-2.165058	-0.001255	(1 / 1)
-0.005	-1.15	-0.0002	-0.000552	-0.1239	-0.00455	-0.02742	-1.897743	-0.000799	(3 / 1)
-0.0051	-1.137	-0.0003	-0.000375	-0.0836	-0.00433	-0.0248	-1.815304	-0.000662	(6 / 1)
-0.005	-1.087	-0.0003	-0.000547	-0.1091	-0.00497	-0.04855	-1.856443	-0.00082	(9 / 1)
-0.005	-1.078	-0.0004	-0.000439	-0.0871	-0.00479	-0.04022	-1.77867	-0.000856	(12 / 1)
-0.005	-2.414	-0.0002	-0.000286	-0.1569	-0.00301	-0.01162	-3.078208	-0.000495	(Week / 3)
-0.005	-2.414	-0.0002	-0.000351	-0.1965	-0.00327	-0.01293	-3.399787	-0.00056	(1 / 3)
-0.005	-2.381	-0.0002	-0.000122	-0.0705	-0.00286	-0.01131	-3.184586	-0.000338	(3 / 3)
-0.005	-2.337	-0.0002	-0.000202	-0.0968	-0.0034	-0.01441	-2.980834	-0.00043	(6 / 3)
-0.005	-2.252	-0.0002	-0.000353	-0.179	-0.0034	-0.0138	-3.191266	-0.0006	(9 / 3)
-0.0051	-2.548	-0.0005	-0.000165	-0.0813	-0.00365	-0.01658	-3.229715	-0.000659	(12 / 3)
-0.0048	-3.697	-8E-05	-0.000372	-0.3575	-0.00221	-0.0084	-4.261952	-0.000454	(Week / 6)
-0.0048	-3.697	-8E-05	-0.000445	-0.4723	-0.00203	-0.00785	-4.343586	-0.000526	(1 / 6)
-0.0048	-3.636	-8E-05	-0.000258	-0.2289	-0.0025	-0.0095	-4.3104	-0.000338	(3 / 6)
-0.0049	-3.559	-9E-05	-0.000486	-0.4089	-0.00266	-0.00969	-4.224287	-0.000574	(6 / 6)
-0.0049	-3.751	-0.0002	-0.000461	-0.383	-0.00281	-0.01031	-4.355885	-0.000665	(9 / 6)
-0.005	-4.635	-0.0004	-0.000276	-0.2435	-0.00279	-0.01061	-4.686353	-0.000682	(12 / 6)
-0.0048	-4.129	-5E-05	-0.000477	-0.6616	-0.00168	-0.00704	-4.830032	-0.000523	(Week / 9)
-0.0048	-4.129	-5E-05	-0.000428	-0.6574	-0.00206	-0.00793	-5.660298	-0.000473	(1 / 9)
-0.0048	-4.063	-5E-05	-0.000354	-0.4604	-0.00219	-0.00835	-5.372778	-0.000404	(3 / 9)
-0.0049	-4.171	-0.0001	-0.000537	-0.6461	-0.00259	-0.00936	-5.684879	-0.00066	(6 / 9)
-0.005	-4.555	-0.0003	-0.000531	-0.7035	-0.00213	-0.0081	-5.513415	-0.000788	(9 / 9)
-0.0051	-5.934	-0.0004	-0.000364	-0.4695	-0.00191	-0.00782	-5.777216	-0.000812	(12 / 9)
-0.0048	-4.868	-4E-06	-0.000464	-0.6858	-0.00157	-0.00681	-5.305919	-0.000469	(Week / 12)
-0.0048	-4.868	-4E-06	-0.000464	-0.8076	-0.00196	-0.00761	-6.302822	-0.000469	(1 / 12)
-0.0048	-4.946	-5E-05	-0.000401	-0.6451	-0.00229	-0.00857	-6.785324	-0.000449	(3 / 12)
-0.0049	-5.306	-0.0001	-0.000546	-0.8504	-0.00246	-0.00894	-7.026897	-0.00069	(6 / 12)
-0.005	-6.288	-0.0003	-0.000504	-0.7019	-0.00231	-0.00862	-6.621863	-0.000788	(9 / 12)
-0.005	-8.137	-0.0004	-0.000336	-0.4538	-0.00124	-0.00656	-6.036856	-0.000763	(12 / 12)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

٣-٢-٣:المحفظة الخاسرة قبل الكلفة

يتضح من الجدول (٣) ان المحافظ الخاسرة (محافظ البيع القصير) المكونة لمحفظة الزخم قد حققت عائداً فائقاً (محافظ نشطة) في جميع الاستراتيجيات ما عدا ستراتيجية واحدة وهي ستراتيجية (J week/K week) وهذا معناه تفوق المحفظة الخاسرة على محفظة السوق من حيث متوسط العائد في غالبية الاستراتيجيات ومع ذلك نجد ان نسبة (Sharpe) فقط في (٢٤) محفظة نشطة من اصل (٣٥) محفظة تفوقت على نسبة (Sharpe) لمحفظة السوق ومن ثم هذا معناه ان المحافظ الخاسرة النشطة في الاستراتيجيات الـ (٢٤) كان سعر مخاطرتها الكلية اقل مقارنة بالسوق ومن ثم نجد ان متوسط العائد لها ازداد على اساس التعديل بالمخاطرة الكلية مقارنة بالمحفظة المرجعية (محفظة السوق) ، بالمقابل نجد ان نسبة (treynor) حققت مقدار اعلى من محفظة السوق في جميع المحافظ التي حققت عائداً نشطاً وهذا يدل على انخفاض مخاطرة المحافظ المنتظمة وارتفاع العائد عند تعديله بالمخاطرة المنتظمة وان مقدار المخاطرة غير المنتظمة عالي مع المحافظ الخاسرة ايضا مقارنة بسابقاتها .

ومن الملاحظ ايضا ان قيم (Alpha) لجميع المحافظ الخاسرة ولكل الاستراتيجيات كانت سالبة وهذا يدلل على ان المحافظ لم تحقق عائد اعلى من العائد المتوقع و المبني على اساس حركة المحافظ مع حركة محفظة السوق ، غير ان نسبة المعلومات (IR) والتي كانت موجبة للمحافظ النشطة اشارت وبشكل واضح الى استغلال المعلومات اللازمة للتفوق على محفظة السوق وهو ما حصل فعلا مع المحافظ النشطة للمحافظ الخاسرة والتي حققت عائد نشط عبر التفوق على عائد محفظة السوق.

٣-٢-٤:محفظة الزخم مع كلفة المعاملة

من الجدول (٤) يتضح انه وبعد اخذ كلفة المعاملة بنظر الاعتبار فان جميع محافظ الزخم في الاستراتيجيات الـ (٣٦) تعاني من معدل عائد سالب بشكل واضح وهذا القى بضلاله على العائد النشط وبموجب ذلك لم تحقق اي ستراتيجية عائداً نشطاً وكانت نسبة (Sharpe) لجميع الاستراتيجيات سالبة ولم تتفوق على نظيراتها في محافظ السوق المقارنة وهذا يدلل على انها مع كونها خاسرة الا انها اكثر مخاطرة على اساس تعديل العائد بالمخاطرة الكلية بينما نجد ان نسبة (treynor) جاءت مغايرة في كونها حققت نسبة موجبة في (٣٠) ستراتيجية من اصل (٣٦) ، وفي الوقت نفسه كانت اعلى من النسب المقابلة لها مع نظيرتها في محفظة السوق وهذا يدلل على ان العائد المعدل على اساس المخاطرة المنتظمة كان افضل بسبب ان البيتا لمحافظ الزخم هنا كانت سالبة (في ضوء عائد فائق سالب) وتسير بعكس حركة السوق ومن ثم حققت نسباً موجبة اعطت افضلية لمحافظ الزخم على اساس التعديل بالمخاطرة المنتظمة بالرغم من عدم تحقيقها عائداً نشطاً.

ولكن الحال يختلف مع مقياس مقدار (Alpha) والذي اشار وبشكل واضح الى عدم قدرة محافظ الزخم بعد الكلفة على التفوق على العائد المتوقع لها والمبني على اساس العائد المفسر بحركة السوق والحال لا يختلف كثيرا مع نسبة المعلومات (IR) فهي الاخرى حققت مقادير سالبة في جميع الاستراتيجيات مشيرة بذلك الى عدم قدرة محافظ الزخم على استغلال المعلومات لتحقيق عائداً فائقاً والذي يكشف عنه عمود العائد النشط الذي لم تحقق فيه اي ستراتيجية عائداً يفوق عائد محفظة السوق.

الجدول (3) نتائج المحفظة الخاسرة (البيع القصير) قبل الكلفة في الاجل القصير و المتوسط

Treynor	sharp	Market	Active R.	IR	Alpha	Treynor	sharp	Return	(J / K)
-0.00496	-0.67438	-0.0002	-0.00033	-0.02724	-0.00801	0.00967	-0.9286	-0.00054	(Week / week)
-0.00496	-0.67438	-0.0002	0.000362	0.03209	-0.00665	0.01113	-0.8628	0.00015	(1 / week)
-0.0052	-0.71519	-0.0004	0.000166	0.01428	-0.00728	0.01168	-0.8389	-0.00028	(3 / week)
-0.00538	-0.72638	-0.0006	0.000492	0.03883	-0.00788	0.0088	-0.7299	-0.0001	(6 / week)
-0.00534	-0.70132	-0.0006	0.000427	0.0353	-0.00727	0.01113	-0.806	-0.0002	(9 / week)
-0.00532	-0.68048	-0.0007	0.001237	0.10081	-0.00636	0.00952	-0.6709	0.00054	(12 / week)
-0.00502	-1.17172	-0.0003	0.000725	0.11847	-0.00571	0.01526	-1.4557	0.00046	(Week / 1)
-0.00502	-1.17172	-0.0003	0.000682	0.11329	-0.0055	0.01874	-1.4209	0.00041	(1 / 1)
-0.00501	-1.15	-0.0002	0.000618	0.09954	-0.00571	0.01672	-1.4197	0.00037	(3 / 1)
-0.00507	-1.13686	-0.0003	0.000894	0.14065	-0.0054	0.01732	-1.2677	0.00061	(6 / 1)
-0.00499	-1.08729	-0.0003	0.000889	0.13828	-0.00527	0.01741	-1.2726	0.00062	(9 / 1)
-0.00504	-1.07761	-0.0004	0.001395	0.219	-0.00475	0.01665	-1.2067	0.00098	(12 / 1)
-0.00496	-2.41449	-0.0002	0.000651	0.19514	-0.00678	0.00866	-2.616	0.00044	(Week / 3)
-0.00496	-2.41449	-0.0002	0.000729	0.21127	-0.00682	0.00813	-2.3372	0.00052	(1 / 3)
-0.00498	-2.38119	-0.0002	0.000812	0.22391	-0.00705	0.00719	-2.1633	0.0006	(3 / 3)
-0.00501	-2.3368	-0.0002	0.000859	0.23921	-0.00686	0.0077	-2.2799	0.00063	(6 / 3)
-0.00496	-2.25185	-0.0002	0.000901	0.23987	-0.00692	0.00704	-2.126	0.00065	(9 / 3)
-0.00512	-2.54842	-0.0005	0.00143	0.44289	-0.00602	0.00808	-2.2339	0.00094	(12 / 3)
-0.00484	-3.69732	-8E-05	0.000478	0.1916	-0.00827	0.00539	-3.2842	0.0004	(Week / 6)
-0.00484	-3.69732	-8E-05	0.000607	0.23944	-0.00801	0.00541	-2.9653	0.00052	(1 / 6)
-0.00484	-3.63646	-8E-05	0.000566	0.21092	-0.00869	0.0047	-2.8767	0.00049	(3 / 6)
-0.00487	-3.55889	-9E-05	0.000615	0.22022	-0.00881	0.00456	-2.7318	0.00053	(6 / 6)
-0.00492	-3.75065	-0.0002	0.000868	0.33919	-0.00823	0.00477	-2.9345	0.00066	(9 / 6)
-0.00503	-4.63488	-0.0004	0.001203	0.6102	-0.00701	0.00604	-3.4646	0.0008	(12 / 6)
-0.0048	-4.12938	-5E-05	0.000429	0.19515	-0.00819	0.00549	-3.7918	0.00038	(Week / 9)
-0.0048	-4.12938	-5E-05	0.000544	0.23644	-0.00846	0.00486	-3.3992	0.0005	(1 / 9)
-0.00481	-4.06252	-5E-05	0.000479	0.19626	-0.00908	0.00439	-3.2471	0.00043	(3 / 9)
-0.00491	-4.17142	-0.0001	0.000624	0.26673	-0.00869	0.00478	-3.3877	0.0005	(6 / 9)
-0.00497	-4.55475	-0.0003	0.000912	0.41021	-0.00884	0.00422	-3.3519	0.00066	(9 / 9)
-0.00507	-5.93364	-0.0004	0.001242	0.81541	-0.00715	0.00584	-4.8155	0.00079	(12 / 9)
-0.00476	-4.86785	-4E-06	0.000464	0.25181	-0.00815	0.0053	-4.5503	0.00046	(Week / 12)
-0.00476	-4.86785	-4E-06	0.000489	0.2506	-0.00861	0.00468	-4.0535	0.00048	(1 / 12)
-0.00481	-4.94567	-5E-05	0.000418	0.2099	-0.00901	0.00458	-4.0186	0.00037	(3 / 12)
-0.00493	-5.30565	-0.0001	0.000621	0.32341	-0.00924	0.00431	-4.1172	0.00048	(6 / 12)
-0.005	-6.288	-0.0003	0.000862	0.54277	-0.00863	0.0046	-4.7605	0.00058	(9 / 12)
-0.00505	-8.13722	-0.0004	0.001192	1.16258	-0.00638	0.00773	-7.2714	0.00077	(12 / 12)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

الجدول (4) نتائج محفظة الزخم بعد الكلفة في الاجل القصير و المتوسط

Treynor	sharp	Market	Active R.	IR	Alpha	Treynor	sharp	Return	(J / K)
-0.0248	-3.3717	-0.02021	-0.02067463	-2.13643	-0.04784	0.47808	-8.4129	-0.0409	(Week / week)
-0.0248	-3.3717	-0.02021	-0.02069546	-2.26547	-0.04245	-0.3697	-6.9672	-0.0409	(1 / week)
-0.025	-3.4416	-0.02044	-0.02053401	-2.27291	-0.04277	-0.407	-7.1576	-0.041	(3 / week)
-0.0252	-3.3998	-0.0206	-0.02048425	-2.09784	-0.04689	0.95419	-7.7027	-0.0411	(6 / week)
-0.0252	-3.3138	-0.02062	-0.02064602	-2.15184	-0.04584	-38.417	-7.8364	-0.0413	(9 / week)
-0.0253	-3.2352	-0.0207	-0.01952866	-2.06012	-0.04329	-0.7392	-7.4566	-0.0402	(12 / week)
-0.0249	-5.8012	-0.02027	-0.0200854	-3.49197	-0.04847	0.31811	-14.572	-0.0404	(Week / 1)
-0.0249	-5.8012	-0.02027	-0.02057355	-4.10795	-0.04548	31.9387	-17.614	-0.0408	(1 / 1)
-0.0248	-5.7033	-0.02025	-0.0201816	-3.75877	-0.04651	0.75208	-16.356	-0.0404	(3 / 1)
-0.0249	-5.5767	-0.02029	-0.01976838	-3.67109	-0.04519	2.07394	-15.568	-0.0401	(6 / 1)
-0.0249	-5.4227	-0.02027	-0.01993137	-3.44526	-0.04782	0.3691	-16.553	-0.0402	(9 / 1)
-0.025	-5.3491	-0.02042	-0.0194608	-3.42897	-0.04654	0.53765	-17.153	-0.0399	(12 / 1)
-0.0248	-12.07	-0.02021	-0.01984322	-7.50529	-0.04579	0.97053	-28.959	-0.0401	(Week / 3)
-0.0248	-12.07	-0.02021	-0.0198311	-7.24444	-0.04737	0.40556	-29.185	-0.04	(1 / 3)
-0.0248	-11.869	-0.02022	-0.01952586	-6.97789	-0.04754	0.3438	-29.038	-0.0397	(3 / 3)
-0.0248	-11.569	-0.02023	-0.01957085	-6.54466	-0.04881	0.2497	-27.02	-0.0398	(6 / 3)
-0.0248	-11.278	-0.02025	-0.01969906	-6.54355	-0.04931	0.23215	-29.071	-0.0399	(9 / 3)
-0.0251	-12.499	-0.02049	-0.01922856	-7.12212	-0.04776	0.32286	-30.206	-0.0397	(12 / 3)
-0.0247	-18.871	-0.02008	-0.01997519	-11.0838	-0.0493	0.23721	-47.238	-0.0401	(Week / 6)
-0.0247	-18.871	-0.02008	-0.01991987	-11.1727	-0.04729	0.40917	-42.61	-0.04	(1 / 6)
-0.0247	-18.53	-0.02008	-0.01977177	-9.52629	-0.05367	0.11898	-40.429	-0.0399	(3 / 6)
-0.0247	-18.025	-0.02009	-0.0199583	-8.99465	-0.05402	0.11749	-35.047	-0.04	(6 / 6)
-0.0248	-18.916	-0.0202	-0.01979744	-9.88385	-0.05272	0.13622	-41.283	-0.04	(9 / 6)
-0.025	-23.044	-0.02041	-0.01947883	-12.674	-0.04783	0.33217	-47.709	-0.0399	(12 / 6)
-0.0246	-21.204	-0.02005	-0.02009431	-13.7355	-0.04588	0.96192	-54.912	-0.0401	(Week / 9)
-0.0246	-21.204	-0.02005	-0.01992995	-12.2226	-0.04992	0.20561	-52.446	-0.04	(1 / 9)
-0.0246	-20.809	-0.02005	-0.01992485	-10.9094	-0.05364	0.12109	-46.984	-0.04	(3 / 9)
-0.0247	-21.004	-0.02012	-0.02003654	-11.1557	-0.05255	0.14203	-45.504	-0.0402	(6 / 9)
-0.0249	-22.775	-0.02026	-0.01987535	-12.5964	-0.05174	0.15854	-56.513	-0.0401	(9 / 9)
-0.025	-29.31	-0.02045	-0.01956994	-17.6473	-0.04363	-1.1295	-59.767	-0.04	(12 / 9)
-0.0246	-25.17	-0.02	-0.02000487	-15.4234	-0.04567	1.03689	-55.554	-0.04	(Week / 12)
-0.0246	-25.17	-0.02	-0.01997973	-14.4961	-0.05014	0.19728	-62.278	-0.04	(1 / 12)
-0.0246	-25.337	-0.02005	-0.02003147	-13.4236	-0.05334	0.12717	-56.935	-0.0401	(3 / 12)
-0.0247	-26.628	-0.02014	-0.02006917	-13.7622	-0.0544	0.11563	-58.135	-0.0402	(6 / 12)
-0.0249	-31.309	-0.02028	-0.01992557	-16.5578	-0.05131	0.17148	-64.238	-0.0402	(9 / 12)
-0.025	-40.328	-0.02043	-0.01957089	-20.9568	-0.03653	-0.1384	-52.011	-0.04	(12 / 12)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

٣-٢-٥ :المحفظة الرابحة بعد كلفة المعاملة

بالرجوع الى محفظة الزخم مع كلفة المعاملة نجد ان كلفة المعاملة كانت عالية ومن ثم يظهر أثرها واضحاً عند المقارنة مع محفظة السوق كون الكلفة مع محفظة الزخم ستكون ضعف مع كلفة محفظة السوق ولكن الحال مختلف مع مكوناتها من المحافظ الرابحة والخاسرة كون الكلفة هنا ستوازي وتساوي كلفة محفظة السوق و لذا فان اثرها في العائد النشط سيكون محدوداً ومع ذلك نجد من الجدول (٥) ان المحفظة الرابحة وفي جميع الاستراتيجيات لم تستطع التفوق على محفظة السوق ولذلك لم ينجم عنها عائد نشط ومن ثم نجد ان نسبة (Sharpe) لم تحقق عائداً معدلاً بالمخاطرة اعلى من محفظة السوق سوى في ثلاث استراتيجيات من اصل (٣٦) وتحديدا مع ستراتيجية (J12/K9) و (J9/K12) و (J12/K12) وهذا يدلل على تراجع المحافظ الرابحة مقارنة بمحافظ السوق المقارنة عند التعديل بالمخاطرة الكلية والتي كانت عالية مقارنة بالسوق و بالمقابل نجد ان الحال لا يختلف كثيرا مع نسبة (treynor) التي حققت هي الاخرى مقادير سالبة ولم تستطع التفوق على نسبة (treynor) لمحافظ السوق القرينة سوى في ستراتيجية واحدة من اصل (٣٦) وهي (J6/K week) وبذلك فان هذا معناه عدم تفوق محافظ الزخم الرابحة على اساس التعديل بالمخاطرة المنتظمة ايضا وما يعزز هذا الاتجاه هو ان جميع الاستراتيجيات حققت (alpha) سالبة ومعنى ذلك انها حققت عائداً اقل مما كان متوقعاً وبالوقت نفسه نجد ان نسبة المعلومات (IR) اشارت الى ان المحافظ الرابحة لم تستطع استغلال المعلومات اللازمة لتحقيق عائد نشط وهو ما اتضح في عدم وجود أي عائد نشط للمحافظ الرابحة.

٣-٢-٦ : المحفظة الخاسرة مع كلفة المعاملة

عند الاخذ بنظر الاعتبار كلفة المعاملة نجد ان محافظ الزخم الخاسرة تتحمل كلفة مشابه لكلفة محفظة السوق المقارنة لان كليهما يبدأ بمركز وينتهي بتصفيته ولذلك نجد ان اثر كلفة المعاملة يظهر واضحاً على مقاييس التقييم وليس مع العائد النشط الذي يظل نفسه ما قبل الكلفة وهذا ما نلاحظه مع الجدول (٦) اذا ان جميع الاستراتيجيات تحقق عائداً نشطاً باستثناء الستراتيجية الأولى (J Week / K Week) .

وعلى اساس التعديل بالمخاطرة الكلية نجد ان نسبة (Sharpe) المعبرة عن ذلك تنقسم ما بين انها تتفوق احيانا على محفظة السوق بالعائد المعدل بالمخاطرة الكلية وتحديدا في محافظ الاستراتيجيات التي تبدأ من ستراتيجية (/ J week K6) الى المحفظة (J9 / K12) فيما عدا استراتيجيتين هما (J week / K 12) (J12/K9) في حين ان نسبة (Sharpe) تتراجع امام مثيلاتها في محافظ السوق بالنسبة للمحافظ النشطة للاستراتيجيات التي تبدأ من ستراتيجية (J1/K week) حتى ستراتيجية (J12/K3) فضلا عن ثلاث استراتيجيات اخرى وهي (J12/K9) و (J week/K12) و (J12/K12) وهذا يشير الى عدم وضوح معيار (Sharpe) بشأن المحافظ النشطة للمحافظ الخاسرة مع الكلفة وافضليتها على الرغم من ان عدد المحافظ النشطة التي تتفوق على محفظة السوق وفق معيار (Sharpe) هي (١٥) من اصل ٣٥ محفظة نشطة بمقابل ٢٠ لم تستطع التفوق على مقياس (Sharpe) لمحفظة السوق .

بمقابل ذلك جاءت نتائج مقياس نسبة (treynor) واضحة في كونها كانت موجبة واكبر من نسبة (treynor) لمحافظ السوق المقارنة في جميع المحافظ النشطة وبذلك يتضح ان العائد المعدل بالمخاطرة المنتظمة للمحافظ النشطة كان اكبر مما في محافظ السوق القرينة .

ونجد ايضا ان معيار (alpha) للمحافظ النشطة كان على الدوام وفي جميع الاستراتيجيات ذات المحافظ النشطة سالباً وبذلك نعني ان المحافظ النشطة لم تحقق العائد المتوقع والمبني على اساس اتباعه لعائد مؤشر السوق .

في حين جاءت نتائج نسبة المعلومات (IR) موجبة لجميع المحافظ النشطة والتي بذلك تشير الى ان المعلومات المعتمدة في بناء المحافظة النشطة كانت فاعلة في تحقيق العائد النشط .

الجدول (5) نتائج المحفظة الرابحة بعد كلفة المعاملة في الاجل القصير و المتوسط

Treynor	sharp	Market	Active R.	IR	Alpha	Treynor	sharp	Return	(J / K)
-0.02	-3.3717	-0.0202	-0.000138	-0.02	-0.01	-0.0414	-3.91376	-0.02035	(Week / week)
-0.02	-3.3717	-0.0202	-0.00085	-0.131	-0.01	-0.0405	-3.78878	-0.02106	(1 / week)
-0.03	-3.4416	-0.0204	-0.000259	-0.045	-0.006	-0.0334	-4.1038	-0.0207	(3 / week)
-0.03	-3.3998	-0.0206	-0.00038	-0.069	-0.003	-0.0282	-4.61462	-0.02098	(6 / week)
-0.03	-3.3138	-0.0206	-0.000448	-0.073	-0.005	-0.0315	-4.57711	-0.02107	(9 / week)
-0.03	-3.2352	-0.0207	-6.79E-05	-0.01	-0.007	-0.0355	-3.91972	-0.02077	(12 / week)
-0.02	-5.8012	-0.0203	-0.000541	-0.114	-0.019	-0.0935	-8.25157	-0.02081	(Week / 1)
-0.02	-5.8012	-0.0203	-0.000986	-0.235	-0.012	-0.0471	-9.31507	-0.02126	(1 / 1)
-0.02	-5.7033	-0.0202	-0.000552	-0.124	-0.014	-0.0567	-8.66559	-0.0208	(3 / 1)
-0.02	-5.5767	-0.0203	-0.000375	-0.084	-0.013	-0.052	-8.41641	-0.02066	(6 / 1)
-0.02	-5.4227	-0.0203	-0.000547	-0.109	-0.019	-0.0942	-8.52717	-0.02082	(9 / 1)
-0.03	-5.3491	-0.0204	-0.000439	-0.087	-0.018	-0.0811	-8.26418	-0.02086	(12 / 1)
-0.02	-12.07	-0.0202	-0.000286	-0.157	-0.009	-0.0382	-14.7172	-0.02049	(Week / 3)
-0.02	-12.07	-0.0202	-0.000351	-0.196	-0.008	-0.0354	-16.0964	-0.02056	(1 / 3)
-0.02	-11.869	-0.0202	-0.000122	-0.07	-0.006	-0.0325	-15.5695	-0.02034	(3 / 3)
-0.02	-11.569	-0.0202	-0.000202	-0.097	-0.012	-0.046	-14.3028	-0.02043	(6 / 3)
-0.02	-11.278	-0.0202	-0.000353	-0.179	-0.008	-0.0374	-15.1338	-0.0206	(9 / 3)
-0.03	-12.499	-0.0205	-0.000165	-0.081	-0.013	-0.0526	-15.4453	-0.02066	(12 / 3)
-0.02	-18.871	-0.0201	-0.000372	-0.357	-0.008	-0.0353	-20.5039	-0.02045	(Week / 6)
-0.02	-18.871	-0.0201	-0.000445	-0.472	-0.006	-0.0323	-20.6682	-0.02053	(1 / 6)
-0.02	-18.53	-0.0201	-0.000258	-0.229	-0.008	-0.0367	-21.0721	-0.02034	(3 / 6)
-0.02	-18.025	-0.0201	-0.000486	-0.409	-0.009	-0.0391	-19.8394	-0.02057	(6 / 6)
-0.02	-18.916	-0.0202	-0.000461	-0.383	-0.011	-0.0429	-20.4587	-0.02067	(9 / 6)
-0.03	-23.044	-0.0204	-0.000276	-0.244	-0.014	-0.055	-22.3327	-0.02068	(12 / 6)
-0.02	-21.204	-0.02	-0.000477	-0.662	-0.004	-0.0296	-22.9944	-0.02052	(Week / 9)
-0.02	-21.204	-0.02	-0.000428	-0.657	0.0006	-0.024	-27.1493	-0.02047	(1 / 9)
-0.02	-20.809	-0.02	-0.000354	-0.46	-0.002	-0.0266	-26.0013	-0.0204	(3 / 9)
-0.02	-21.004	-0.0201	-0.000537	-0.646	-0.004	-0.0288	-26.3638	-0.02066	(6 / 9)
-0.02	-22.775	-0.0203	-0.000531	-0.704	-0.005	-0.0312	-25.4411	-0.02079	(9 / 9)
-0.03	-29.31	-0.0204	-0.000364	-0.47	-0.011	-0.0443	-27.0129	-0.02081	(12 / 9)
-0.02	-25.17	-0.02	-0.000464	-0.686	-0.006	-0.0331	-25.4677	-0.02047	(Week / 12)
-0.02	-25.17	-0.02	-0.000464	-0.808	-0.002	-0.0262	-30.2528	-0.02047	(1 / 12)
-0.02	-25.337	-0.02	-0.000401	-0.645	-0.001	-0.0257	-32.6106	-0.02045	(3 / 12)
-0.02	-26.628	-0.0201	-0.000546	-0.85	-0.004	-0.029	-32.4494	-0.02069	(6 / 12)
-0.02	-31.309	-0.0203	-0.000504	-0.702	-0.011	-0.0435	-30.5567	-0.02079	(9 / 12)
-0.03	-40.328	-0.0204	-0.000336	-0.454	-0.015	-0.0638	-28.4286	-0.02076	(12 / 12)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

الجدول (6) نتائج المحفظة الخاسرة بعد كلفة المعاملة في الاجل القصير و المتوسط

Treynor	sharp	Market	Active R.	IR	Alpha	Treynor	sharp	Return	(J / K)
-0.0248	-3.3717	-0.0202	-0.0003	-0.0272	-0.03871	0.04593	-4.41178	-0.0205	(Week / week)
-0.0248	-3.3717	-0.0202	0.00036	0.03209	-0.0347	0.05915	-4.58562	-0.0198	(1 / week)
-0.025	-3.4416	-0.0204	0.00017	0.01428	-0.03568	0.05765	-4.14227	-0.0203	(3 / week)
-0.0252	-3.3998	-0.0206	0.00049	0.03883	-0.0387	0.04446	-3.68673	-0.0201	(6 / week)
-0.0252	-3.3138	-0.0206	0.00043	0.0353	-0.03592	0.05621	-4.06915	-0.0202	(9 / week)
-0.0253	-3.2352	-0.0207	0.00124	0.10081	-0.03491	0.05611	-3.95256	-0.0195	(12 / week)
-0.0249	-5.8012	-0.0203	0.00072	0.11847	-0.03114	0.08574	-8.1772	-0.0195	(Week / 1)
-0.0249	-5.8012	-0.0203	0.00068	0.11329	-0.02994	0.10442	-7.91648	-0.0196	(1 / 1)
-0.0248	-5.7033	-0.0202	0.00062	0.09954	-0.03075	0.09222	-7.83135	-0.0196	(3 / 1)
-0.0249	-5.5767	-0.0203	0.00089	0.14065	-0.02999	0.09945	-7.27715	-0.0194	(6 / 1)
-0.0249	-5.4227	-0.0203	0.00089	0.13828	-0.02984	0.1019	-7.44746	-0.0194	(9 / 1)
-0.025	-5.3491	-0.0204	0.00139	0.219	-0.0291	0.10789	-7.82042	-0.019	(12 / 1)
-0.0248	-12.07	-0.0202	0.00065	0.19514	-0.0365	0.04854	-14.6575	-0.0196	(Week / 3)
-0.0248	-12.07	-0.0202	0.00073	0.21127	-0.037	0.04622	-13.2926	-0.0195	(1 / 3)
-0.0248	-11.869	-0.0202	0.00081	0.22391	-0.03839	0.0414	-12.4625	-0.0194	(3 / 3)
-0.0248	-11.569	-0.0202	0.00086	0.23921	-0.03737	0.0444	-13.1499	-0.0194	(6 / 3)
-0.0248	-11.278	-0.0202	0.0009	0.23987	-0.03828	0.0415	-12.5384	-0.0193	(9 / 3)
-0.0251	-12.499	-0.0205	0.00143	0.44289	-0.0351	0.0519	-14.3408	-0.0191	(12 / 3)
-0.0247	-18.871	-0.0201	0.00048	0.1916	-0.04415	0.02994	-18.2425	-0.0196	(Week / 6)
-0.0247	-18.871	-0.0201	0.00061	0.23944	-0.04337	0.03079	-16.8804	-0.0195	(1 / 6)
-0.0247	-18.53	-0.0201	0.00057	0.21092	-0.04658	0.02648	-16.2195	-0.0195	(3 / 6)
-0.0247	-18.025	-0.0201	0.00062	0.22022	-0.0471	0.0258	-15.4403	-0.0195	(6 / 6)
-0.0248	-18.916	-0.0202	0.00087	0.33919	-0.045	0.02818	-17.3421	-0.0193	(9 / 6)
-0.025	-23.044	-0.0204	0.0012	0.6102	-0.03965	0.03755	-21.5541	-0.0192	(12 / 6)
-0.0246	-21.204	-0.02	0.00043	0.19515	-0.04382	0.03044	-21.0087	-0.0196	(Week / 9)
-0.0246	-21.204	-0.02	0.00054	0.23644	-0.04568	0.02752	-19.2493	-0.0195	(1 / 9)
-0.0246	-20.809	-0.02	0.00048	0.19626	-0.04848	0.0245	-18.111	-0.0196	(3 / 9)
-0.0247	-21.004	-0.0201	0.00062	0.26673	-0.04628	0.02686	-19.048	-0.0195	(6 / 9)
-0.0249	-22.775	-0.0203	0.00091	0.41021	-0.04784	0.02491	-19.7745	-0.0193	(9 / 9)
-0.025	-29.31	-0.0204	0.00124	0.81541	-0.04021	0.03634	-29.9391	-0.0192	(12 / 9)
-0.0246	-25.17	-0.02	0.00046	0.25181	-0.04407	0.0298	-25.5786	-0.0195	(Week / 12)
-0.0246	-25.17	-0.02	0.00049	0.2506	-0.04656	0.02643	-22.896	-0.0195	(1 / 12)
-0.0246	-25.337	-0.02	0.00042	0.2099	-0.04787	0.02526	-22.1622	-0.0196	(3 / 12)
-0.0247	-26.628	-0.0201	0.00062	0.32341	-0.04887	0.02412	-23.048	-0.0195	(6 / 12)
-0.0249	-31.309	-0.0203	0.00086	0.54277	-0.0464	0.02671	-27.6518	-0.0194	(9 / 12)
-0.025	-40.328	-0.0204	0.00119	1.16258	-0.03633	0.04774	-44.9246	-0.0192	(12 / 12)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

٣-٣:استراتيجيات دراسة الحدث

في الفقرات اللاحقة سيتم مناقشة موقف استراتيجيات دراسة الحدث (Events Studies) و ذلك بيان العائد النشط و إمكانية تفوقه على عائد السوق في ظل مقاييس الأداء

٣-٣-١ : محافظ الزخم قبل الكلفة في استراتيجيات دراسة الحدث

تبدأ استراتيجيات الزخم وفقا لأسلوب دراسة الحدث بتحقيق عائد نشط منذ ستراتيجية الشهر (١٤) حتى الشهر (٣٦) والاخير فيما عدا الشهر (٣٣) لم يحقق عائداً نشطاً اي ان (٢٢) محفظة من اصل (٣٦) محفظة ستراتيجية حققت عائد نشط فقط وهو ما يتضح في الجدول (٧) والذي عن طريقه نجد ان محافظ الاستراتيجيات التي حققت محافظ نشطة كانت نسبة (Sharpe) في ١٩ منها تفوق عائد محفظة السوق المقارنة في ضوء نسبة (Sharpe) اي انها تحقق عائد افضل اذ ما عدل على اساس المخاطرة الكلية مقابل (٣) فقط فشلت في ذلك وهي استراتيجيات الاشهر (٣٠ و٣٥ و ٣٦) بالمقابل نجد ان نسبة (Treynor) كانت اقل في اشارتها الى تفوق المحافظ النشطة على اساس التعديل بالمخاطرة المنتظمة اذ حققت نسب افضل فقط في (١٣) محفظة ستراتيجية من اصل (٢٢) وبذلك لا تعد كافية للحكم كمعيار تقييم مقارن وبالعودة الى معيار قيمة (alpha) فان جميع قيمها كانت سالبة ولجميع المحافظ النشطة وحتى باقي الاستراتيجيات التي لم تحقق عائداً نشطاً في اشارة واضحة الى ان محافظ الزخم في ضوء دراسات الحدث لم تحقق العائد المتوخى منها والمقاس على اساس الاستجابة لعائد محفظة السوق .

في حين نجد ان نسبة المعلومات تتفق مع اتجاه العائد النشط بتحقيق قيمة موجبة بالدلالة الى استغلال المعلومات التي تؤدي الى تحقيق عائد نشط.

٣-٣-٢ : المحافظ الرابحة قبل الكلفة في ستراتيجية دراسة الحدث

عند تفحص نتائج استراتيجيات دراسة الحدث من الجدول (٨) نلاحظ انه فقط من اصل (٣٦) جاءت (٨) استراتيجيات فقط بعائد نشط لذا كانت المحافظ النشطة هي فقط استراتيجيات الاشهر (36,35,25,24,22,21,20,19) وعلى اساس العائد المعدل بالمخاطرة الكلية والمحسوب باستخدام مقياس نسبة (Sharpe) نجد ان (٦) محافظ نشطة من اصل (٨) كانت قد تفوقت على نسبة (Sharpe) لمحافظ السوق المقارنة بالرغم من كونها كانت سالبة في اشارة الى ان المخاطرة الكلية للمحافظ النشطة للاستراتيجيات (٢٥,٢٤,٢٢,٢١,٢٠,١٩) كانت اقل مخاطرة من نظيرتها في محافظ السوق بالمقابل نجد موقفاً معاكساً على اساس نسبة (treynor) فالعائد المعدل بالمخاطرة المنتظمة كان اقل مقارنة بالعائد المعدل بالمخاطرة المنتظمة للسوق في المحافظ النشطة الثمانية اي نسبة (treynor) للمحافظ النشطة كانت اقل من نظيرتها السوقية . في حين ان مقدار (Alpha) كان سالباً لجميع المحافظ النشطة وذلك يشير الى عدم قدرتها على التفوق على العائد المتوقع (المطلوب) خلال المدة وما يعزز الاتجاه نحو العائد النشط هو ان نسبة المعلومات (IR) اشارت الى قيم موجبة للمحافظ النشطة الثمانية وهذا يشير الى ان المحافظ استخدمت المعلومات والخبرة المتاحة لتحقيق العائد النشط .

الجدول (7) نتائج محفظة الزخم قبل كلفة المعاملة في دراسة الحدث

Treynor	sharp	Market	Active R.	IR	Alpha	Treynor	sharp	Return	Month
-0.00391	-1.372	0.00077	-0.00124	-0.2795	-0.0054	0.09925	-1.591	-0.0005	1
-0.00397	-1.375	0.00071	-0.0016	-0.4531	-0.005	-0.0364	-2.266	-0.0009	2
-0.00399	-1.377	0.00069	-0.0012	-0.3706	-0.0036	-0.01304	-1.629	-0.0005	3
-0.00395	-1.369	0.00073	-0.00179	-0.4702	-0.0049	-0.02833	-1.788	-0.0011	4
-0.00404	-1.394	0.00064	-0.00167	-0.3469	-0.0055	-0.10446	-1.405	-0.001	5
-0.00401	-1.378	0.00067	-0.00164	-0.3944	-0.0054	-0.07777	-1.752	-0.001	6
-0.00419	-1.474	0.00049	-0.00082	-0.2301	-0.0046	-0.05797	-2.152	-0.0003	7
-0.00451	-1.9	0.00017	-0.00099	-0.3336	-0.0046	-0.02906	-2.448	-0.0008	8
-0.00453	-1.931	0.00015	-0.00068	-0.2122	-0.0043	-0.02729	-1.864	-0.0005	9
-0.00459	-1.965	8.9E-05	-0.00058	-0.1754	-0.0044	-0.03084	-1.826	-0.0005	10
-0.00467	-1.989	1.3E-05	-0.00061	-0.2051	-0.0045	-0.03243	-2.415	-0.0006	11
-0.00471	-2.019	-3E-05	-0.00025	-0.07	-0.0049	-1.46068	-1.813	-0.0003	12
-0.00497	-2.275	-0.0003	-0.00017	-0.0467	-0.0054	0.09524	-1.87	-0.0005	13
-0.00494	-2.259	-0.0003	0.000662	0.1663	-0.0044	0.22916	-1.31	0.0004	14
-0.00492	-2.242	-0.0002	0.000564	0.1576	-0.0039	-0.05073	-1.403	0.00033	15
-0.00506	-2.292	-0.0004	0.000497	0.1288	-0.004	-0.04453	-1.286	0.00012	16
-0.00488	-2.376	-0.0002	0.000341	0.0882	-0.004	-0.04003	-1.215	0.00014	17
-0.0047	-2.365	-2E-05	0.00085	0.2123	-0.0036	-0.07689	-1.051	0.00083	18
-0.00503	-3.032	-0.0004	0.001453	0.4955	-0.0041	0.03226	-1.636	0.0011	19
-0.00473	-3.983	-5E-05	0.001169	0.3582	-0.0044	0.01994	-1.366	0.00111	20
-0.00478	-4.009	-1E-04	0.001309	0.3335	-0.0043	0.02109	-1.069	0.00121	21
-0.0048	-4.018	-0.0001	0.001553	0.475	-0.0037	0.03576	-1.16	0.00143	22
-0.00474	-4.125	-0.0001	0.000986	0.2771	-0.0042	0.04455	-1.205	0.00093	23
-0.00476	-4.069	-8E-05	0.001182	0.336	-0.0037	0.1573	-1.102	0.0011	24
-0.00481	-4.08	-0.0001	0.00089	0.2939	-0.0037	-0.09581	-1.347	0.00076	25
-0.0047	-3.822	-2E-05	0.000213	0.0983	-0.0036	-0.0232	-1.974	0.00019	26
-0.0048	-4.264	-0.0001	0.000484	0.2918	-0.0034	-0.0234	-2.812	0.00036	27
-0.00512	-2.821	-0.0004	0.000759	0.3374	-0.003	-0.01589	-2.205	0.00032	28
-0.00521	-2.892	-0.0005	0.000217	0.0761	-0.0051	0.25304	-2.294	-0.0003	29
-0.00518	-2.811	-0.0005	0.000586	0.2273	-0.0053	0.03505	-2.862	8.3E-05	30
-0.00518	-2.809	-0.0005	0.000542	0.1878	-0.0055	0.02948	-2.395	4.1E-05	31
-0.00514	-2.794	-0.0005	0.000153	0.0618	-0.0043	-0.03737	-2.585	-0.0003	32
-0.00497	-2.418	-0.0003	-0.00027	-0.1145	-0.0039	-0.01884	-2.82	-0.0006	33
-0.00526	-2.045	-0.0006	0.000431	0.104	-0.0067	0.01353	-1.944	-0.0001	34
-0.00656	-1.066	-0.0019	0.001751	0.253	-0.0062	0.02292	-1.809	-0.0001	35
-0.00626	-0.976	-0.0016	0.001224	0.1931	-0.0013	-0.00849	-2.267	-0.0004	36

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

الجدول (8) نتائج المحفظة الرابحة قبل كلفة المعاملة في دراسة الحدث

Treynor	sharp	Market	Active R.	IR	Alpha	Treynor	sharp	Return	Month
−0.00391	−1.372	0.00077	−0.00061	−0.3379	−0.00151	−0.0059	−1.6288	0.000153	1
−0.00397	−1.375	0.00071	−0.00082	−0.4314	−0.00147	−0.0057	−1.5798	−0.00011	2
−0.00399	−1.377	0.00069	−0.00115	−0.5393	−0.00146	−0.0056	−1.5066	−0.00046	3
−0.00395	−1.369	0.00073	−0.00152	−0.6305	−0.00177	−0.0058	−1.5119	−0.00079	4
−0.00404	−1.394	0.00064	−0.00155	−0.6773	−0.00195	−0.0062	−1.6161	−0.00091	5
−0.00401	−1.378	0.00067	−0.0013	−0.6523	−0.00187	−0.0062	−1.6788	−0.00063	6
−0.00419	−1.474	0.00049	−0.00116	−0.6919	−0.00201	−0.0067	−1.9364	−0.00067	7
−0.00451	−1.9	0.00017	−0.00117	−0.6476	−0.00177	−0.0065	−2.0853	−0.001	8
−0.00453	−1.931	0.00015	−0.00115	−0.6418	−0.00078	−0.0053	−1.8298	−0.00101	9
−0.00459	−1.965	8.9E−05	−0.00084	−0.4488	−0.00113	−0.0058	−1.8897	−0.00075	10
−0.00467	−1.989	1.3E−05	−0.00081	−0.4178	−0.00104	−0.0058	−1.8522	−0.0008	11
−0.00471	−2.019	−3E−05	−0.00074	−0.2916	−0.00156	−0.0066	−1.7248	−0.00077	12
−0.00497	−2.275	−0.0003	−0.00092	−0.3581	−0.00204	−0.0076	−1.9361	−0.00121	13
−0.00494	−2.259	−0.0003	−0.00032	−0.1079	−0.00087	−0.0059	−1.4992	−0.00058	14
−0.00492	−2.242	−0.0002	−0.00041	−0.1589	−0.00063	−0.0056	−1.6062	−0.00065	15
−0.00506	−2.292	−0.0004	−0.00036	−0.1105	−0.00124	−0.0066	−1.461	−0.00074	16
−0.00488	−2.376	−0.0002	−0.00046	−0.1574	−0.00124	−0.0064	−1.5706	−0.00067	17
−0.0047	−2.365	−2E−05	−0.00053	−0.1813	−0.00183	−0.0072	−1.6327	−0.00055	18
−0.00503	−3.032	−0.0004	0.00025	0.1035	−0.00134	−0.007	−1.8297	−0.0001	19
−0.00473	−3.983	−5E−05	0.000518	0.2347	−0.00242	−0.0111	−1.9811	0.000464	20
−0.00478	−4.009	−1E−04	0.000404	0.1632	−0.00365	−0.0288	−1.9301	0.000308	21
−0.0048	−4.018	−0.0001	0.000341	0.1507	−0.00163	−0.0076	−1.9238	0.00022	22
−0.00474	−4.125	−0.0001	−8.8E−05	−0.0401	−0.00312	−0.0134	−2.2855	−0.00015	23
−0.00476	−4.069	−8E−05	0.000224	0.0898	−0.00189	−0.0082	−1.7984	0.000143	24
−0.00481	−4.08	−0.0001	0.000375	0.1931	−0.00039	−0.0053	−2.043	0.000241	25
−0.0047	−3.822	−2E−05	−0.00016	−0.0883	0.00056	−0.0042	−2.1203	−0.00018	26
−0.0048	−4.264	−0.0001	−0.00027	−0.1903	−0.00064	−0.0055	−2.8914	−0.00039	27
−0.00512	−2.821	−0.0004	−8.9E−05	−0.0517	0.00097	−0.0043	−1.8874	−0.00053	28
−0.00521	−2.892	−0.0005	−0.00048	−0.2591	−0.00025	−0.0054	−2.1486	−0.00101	29
−0.00518	−2.811	−0.0005	−0.00018	−0.1125	−0.00079	−0.0061	−2.3336	−0.00069	30
−0.00518	−2.809	−0.0005	−0.00035	−0.1428	−0.00068	−0.0059	−1.8583	−0.00085	31
−0.00514	−2.794	−0.0005	−0.00058	−0.2534	−0.00043	−0.0056	−1.9177	−0.00105	32
−0.00497	−2.418	−0.0003	−0.00087	−0.3895	−0.0018	−0.0072	−2.1131	−0.00116	33
−0.00526	−2.045	−0.0006	−0.00046	−0.1131	−0.00465	−0.0282	−1.6315	−0.00104	34
−0.00656	−1.066	−0.0019	0.000654	0.1037	−0.00493	−0.0396	−1.6257	−0.00123	35
−0.00626	−0.976	−0.0016	7.98E−05	0.0119	−0.00563	−0.0706	−1.8548	−0.0015	36

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

٣-٣-٣ : المحافظ الخاسرة قبل الكلفة في استراتيجيات دراسة الحدث

تميل محافظ البيع القصير الى تحقيق عائدات في ضوء استراتيجيات الزخم وهذا اتضح من المبحث السابق ويلاحظ ايضا في الجدول (٩) والذي يوضح انه بدأ من ستراتيجية الشهر (٨) ولحد الشهر (٣٦) حققت المحافظ الخاسرة (البيع القصير) عائدات نشطة وبذلك نستطيع ان نطلق تسمية المحافظ النشطة على محافظ استراتيجيات ذلك النطاق والتي امتازت بتحقيق عائد معدل بالمخاطرة الكلية وفقا لمعيار نسبة (Sharpe) اعلى مما ورد مع مثيلاتها وقريناتها في محافظ السوق وبواقع جميع المحافظ النشطة ما عدا محافظ الاشهر (36,35,8) وهذا يدل على ان المحافظ النشطة تفوقت في سعر المخاطرة الكلية على نظيرتها في محافظ السوق بالرغم من تحقيقها لعائدات سالبة بعد التعديل بالمخاطرة والحال يختلف قليلا مع نسبة (treynor) التي ابلت فيها المحافظ النشطة بشكل جعلها تتفوق على محافظ السوق غير انها لم تكن سالبة كما في نسبة (Sharpe) وجبريا فان هذا يرجع الى ان معاملات بيتا كانت سالبة اي ان حركتها كانت باتجاه عكس اتجاه السوق .

في حين كانت (Alpha) سالبة ولكل القيم التي ظهرت وهذه دلالة على عدم قدرة المحفظة على تحقيق عائد يفوق العائد المتوقع لها في حين كانت نسبة المعلومات (IR) موجبة وهي بذلك تشير الى قدرة المحفظة على تحويل معلومات التداول والخبرات المتاحة الى عائد نشط .

٣-٣-٤ : محفظة الزخم مع الكلفة في استراتيجيات دراسة الحدث

تشير النتائج في الجدول (١٠) الى ان محافظ الزخم في استراتيجيات دراسة الحدث لم تحقق عائداً نشطاً على الاطلاق عند اعتماد كلفة المعاملة وهذا ناجم عن تأثير كلفة المعاملة الذي يؤثر هو الآخر في عائد الزخم الضئيل الذي سبق و تم اختباره ومن ثم هذا يجعل نتائج عائد محافظ الزخم سالباً بمقابل ان عائد السوق كان سالباً ولكن بوتيرة خسارة أقل ومع ذلك فأننا نجد ان نسبة (Sharpe) لمحافظ الزخم كانت تتفوق في (٩) استراتيجيات فقط من اصل (٣٦) وهذا يشير الى ان عائد محفظة الزخم وعلى اساس معدل بالمخاطرة الكلية لم يستطع بالإجمال التغلب على محفظة السوق والحال لا يختلف كثيرا عند التعديل بالمخاطرة المنتظمة بنسبة (Treynor) لم يتفوق على محافظ السوق المعدلة بالمخاطرة المنتظمة سوى في (١٤) ستراتيجية من اصل (٣٦) وبالمواصلة مع مقدار (alpha) نجد ان جميع قيمها كانت سالبة كمدلول على تفوق العائد المطلوب (المتوقع) على العائد الفعلي المتحقق وكنتيجة منطقية لعدم ظهور عائد نشط فان نسبة المعلومات (IR) ستكون سالبة في جميع قيمها لأنه لا توجد محفظة نشطة .

الجدول (9) نتائج المحفظة الخاسرة قبل كلفة المعاملة في دراسة الحدث

Treynor	sharp	Market	Active R.	IR	Alpha	Treynor	sharp	Return	Month
-0.0039	-1.3721	0.00077	-0.00139	-0.24354	-0.0086	0.006324	-1.60153	-0.00063	1
-0.004	-1.375	0.00071	-0.0015	-0.28149	-0.0083	0.00755	-1.95143	-0.00078	2
-0.004	-1.3768	0.00069	-0.00074	-0.15568	-0.0065	0.010717	-1.79956	-4.8E-05	3
-0.0039	-1.3693	0.00073	-0.00099	-0.18715	-0.0077	0.007206	-1.70484	-0.00026	4
-0.004	-1.3945	0.00064	-0.00075	-0.13012	-0.008	0.006044	-1.3929	-0.00012	5
-0.004	-1.3781	0.00067	-0.00101	-0.18125	-0.0081	0.006551	-1.61083	-0.00035	6
-0.0042	-1.4739	0.00049	-0.00014	-0.02708	-0.0074	0.005853	-1.51243	0.00035	7
-0.0045	-1.9001	0.00017	1.56E-05	0.00357	-0.0076	0.006433	-1.91473	0.00018	8
-0.0045	-1.9307	0.00015	0.000325	0.06837	-0.0079	0.005186	-1.47837	0.00047	9
-0.0046	-1.9653	8.9E-05	0.000174	0.03877	-0.0076	0.006395	-1.66297	0.00026	10
-0.0047	-1.9885	1.3E-05	0.000194	0.04243	-0.0082	0.005521	-1.74722	0.00021	11
-0.0047	-2.0192	-3E-05	0.00052	0.11118	-0.0081	0.005103	-1.53435	0.00049	12
-0.005	-2.2751	-0.0003	0.001039	0.23438	-0.0082	0.004561	-1.51769	0.00075	13
-0.0049	-2.2593	-0.0003	0.001241	0.27173	-0.0083	0.003985	-1.3805	0.00098	14
-0.0049	-2.2425	-0.0002	0.001211	0.27828	-0.0076	0.004737	-1.44153	0.00097	15
-0.0051	-2.2922	-0.0004	0.001234	0.31313	-0.0067	0.006805	-1.67828	0.00086	16
-0.0049	-2.3758	-0.0002	0.001007	0.25604	-0.0061	0.008325	-1.43261	0.00081	17
-0.0047	-2.3653	-2E-05	0.001402	0.35277	-0.0059	0.005976	-1.20714	0.00138	18
-0.005	-3.032	-0.0004	0.001555	0.43704	-0.0079	0.003968	-1.54136	0.0012	19
-0.0047	-3.9827	-5E-05	0.000706	0.21117	-0.0099	0.003244	-1.61178	0.00065	20
-0.0048	-4.0088	-1E-04	0.001001	0.29114	-0.0103	0.002753	-1.479	0.00091	21
-0.0048	-4.0176	-0.0001	0.001333	0.42374	-0.0087	0.003187	-1.49754	0.00121	22
-0.0047	-4.1253	-0.0001	0.001133	0.35577	-0.0082	0.003678	-1.44287	0.00107	23
-0.0048	-4.0688	-8E-05	0.001039	0.36463	-0.0072	0.00509	-1.70572	0.00096	24
-0.0048	-4.0802	-0.0001	0.000649	0.22955	-0.007	0.007051	-1.86982	0.00052	25
-0.0047	-3.8221	-2E-05	0.000394	0.16758	-0.0066	0.008739	-2.71166	0.00037	26
-0.0048	-4.2637	-0.0001	0.000873	0.38191	-0.0067	0.006762	-2.48823	0.00075	27
-0.0051	-2.8212	-0.0004	0.001285	0.33609	-0.0083	0.00435	-1.62955	0.00085	28
-0.0052	-2.8917	-0.0005	0.001226	0.29578	-0.0096	0.003705	-1.50478	0.0007	29
-0.0052	-2.8109	-0.0005	0.001273	0.32732	-0.009	0.003975	-1.74037	0.00077	30
-0.0052	-2.8088	-0.0005	0.001389	0.33099	-0.0095	0.003419	-1.46831	0.00089	31
-0.0051	-2.7938	-0.0005	0.0012	0.29738	-0.0085	0.004464	-1.49764	0.00074	32
-0.005	-2.4184	-0.0003	0.000887	0.23423	-0.007	0.006979	-1.79646	0.0006	33
-0.0053	-2.045	-0.0006	0.001467	0.33366	-0.0066	0.007087	-1.59729	0.00089	34
-0.0066	-1.0661	-0.0019	0.002977	0.39209	-0.0048	0.019041	-1.51867	0.0011	35
-0.0063	-0.9758	-0.0016	0.002723	0.38614	-0.0036	0.21436	-1.31319	0.00114	36

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

الجدول (10) نتائج محفظة الزخم بعد كلفة المعاملة في دراسة الحدث

Treynor	sharp	Market	Active R.	IR	Alpha	Treynor	sharp	Return	Month
-0.0238	-8.3568	-0.0192	-0.02124	-4.7827	-0.0467	0.67216	-13.91	-0.0405	1
-0.0239	-8.2772	-0.0193	-0.0216	-6.1044	-0.0428	-0.4093	-18.5	-0.0409	2
-0.0239	-8.2567	-0.0193	-0.0212	-6.5558	-0.0336	-0.0938	-14.17	-0.0405	3
-0.0239	-8.2751	-0.0193	-0.02179	-5.7319	-0.0397	-0.1821	-14.23	-0.0411	4
-0.024	-8.2669	-0.0194	-0.02167	-4.5086	-0.0431	-0.4252	-11.23	-0.041	5
-0.0239	-8.2204	-0.0193	-0.02164	-5.1914	-0.0434	-0.5094	-14.12	-0.041	6
-0.0241	-8.484	-0.0195	-0.02082	-5.8762	-0.0435	-0.7772	-19.32	-0.0403	7
-0.0244	-10.291	-0.0198	-0.02099	-7.0866	-0.0413	-0.2681	-20.22	-0.0408	8
-0.0245	-10.416	-0.0199	-0.02068	-6.4291	-0.0385	-0.1662	-16.13	-0.0405	9
-0.0245	-10.493	-0.0199	-0.02058	-6.2662	-0.0391	-0.1833	-15.93	-0.0405	10
-0.0246	-10.478	-0.02	-0.02061	-6.9774	-0.0417	-0.3211	-20.7	-0.0406	11
-0.0246	-10.559	-0.02	-0.02025	-5.6426	-0.0448	-9.5982	-16.4	-0.0403	12
-0.0249	-11.401	-0.0203	-0.02017	-5.5686	-0.0472	0.52794	-16.41	-0.0405	13
-0.0249	-11.366	-0.0203	-0.01934	-4.8566	-0.0452	1.06112	-13.53	-0.0396	14
-0.0248	-11.326	-0.0202	-0.01944	-5.435	-0.04	-0.2575	-14.26	-0.0397	15
-0.025	-11.321	-0.0204	-0.0195	-5.0585	-0.0379	-0.1681	-12.54	-0.0399	16
-0.0248	-12.073	-0.0202	-0.01966	-5.0747	-0.0352	-0.1186	-11.9	-0.0399	17
-0.0246	-12.386	-0.02	-0.01915	-4.7817	-0.0396	-0.257	-11.94	-0.0392	18
-0.025	-15.036	-0.0204	-0.01855	-6.3255	-0.0483	0.22577	-19.89	-0.0389	19
-0.0247	-20.743	-0.0201	-0.01883	-5.7695	-0.0647	0.05047	-16.67	-0.0389	20
-0.0247	-20.731	-0.0201	-0.01869	-4.7629	-0.0735	0.03559	-13.37	-0.0388	21
-0.0247	-20.688	-0.0201	-0.01845	-5.6434	-0.0555	0.0866	-15.42	-0.0386	22
-0.0247	-21.467	-0.0201	-0.01901	-5.3443	-0.0589	0.07049	-14.02	-0.0391	23
-0.0247	-21.096	-0.0201	-0.01882	-5.348	-0.0478	0.24848	-13.4	-0.0389	24
-0.0247	-20.966	-0.0201	-0.01911	-6.3091	-0.0377	-0.1758	-15.06	-0.0392	25
-0.0246	-20.018	-0.02	-0.01979	-9.1448	-0.0281	-0.0672	-19.53	-0.0398	26
-0.0247	-21.96	-0.0201	-0.01952	-11.763	-0.0358	-0.1291	-28.83	-0.0396	27
-0.025	-13.804	-0.0204	-0.01924	-8.5598	-0.0361	-0.1359	-22.4	-0.0397	28
-0.0251	-13.958	-0.0205	-0.01978	-6.9284	-0.0456	1.56166	-20.66	-0.0403	29
-0.0251	-13.615	-0.0205	-0.01941	-7.527	-0.047	0.44766	-27.73	-0.0399	30
-0.0251	-13.61	-0.0205	-0.01946	-6.7412	-0.0489	0.25682	-23.01	-0.04	31
-0.0251	-13.617	-0.0205	-0.01985	-8.025	-0.0412	-0.306	-23.27	-0.0403	32
-0.0249	-12.111	-0.0203	-0.02027	-8.4505	-0.0395	-0.1982	-24.29	-0.0406	33
-0.0252	-9.7901	-0.0206	-0.01957	-4.7207	-0.0531	0.13449	-18.02	-0.0401	34
-0.0265	-4.3038	-0.0219	-0.01825	-2.6372	-0.0458	1.1417	-16.82	-0.0401	35
-0.0262	-4.0822	-0.0216	-0.01878	-2.9611	-0.0431	-0.633	-20.25	-0.0404	36

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

٣-٣-٥ : المحافظ الرابحة مع الكلفة في استراتيجيات دراسة الحدث

تتضح نتائج المحافظ الرابحة مع الاخذ بنظر الاعتبار كلفة المعاملة في الجدول (١١) والذي يتضح عن طريقه انه فقط في (٨) استراتيجيات تم تحقيق عائد نشط من اصل (٣٦) وهي استراتيجيات الاشهر (٣٦,٣٥,٢٥,٢٤,٢٢,٢١,٢٠,١٩) اي انها تفوقت على عائد محافظ السوق المقارنة لها ولكن عند التعديل بالمخاطرة الكلية وفقا لمقياس نسبة (Sharpe) كانت فقط (٦) من اصل (٨) تتفوق على محافظ السوق بالرغم من كونها سالبة وهي استراتيجيات الاشهر (٢٥,٢٤,٢٢,٢١,٢٠,١٩)الا ان الموقف معاكس مع نسبة (treynor) التي كانت فيها جميع النسب اقل من نسب محافظ السوق وهذا يؤشر على تراجع العائد عند تعديله بالمخاطرة المنتظمة بالمقابل جاءت قيم (alpha) سالبة للمحافظ النشطة الثمانية وهذا يدلل على عدم قدرة المحافظ الرابحة على تحقيق العائد المتوقع لها ، غير ان نسبة المعلومات (IR) كانت واضحة في الاشارة الى قدرة المحافظ الرابحة النشطة في تحويل المعلومات الى عائد نشط يفوق السوق ولذلك كانت جميع قيمها مع المحافظ الرابحة موجبة .

٣-٣-٦ : المحافظ الخاسرة مع كلفة المعاملة في استراتيجيات دراسة الحدث

عند تفحص الجدول (١٢) نجد ان المحافظ الخاسرة في دراسات الحدث بدأت بتحقيق عائد نشط (Active) منذ ستراتيجية الشهر (٨) حتى الشهر (٣٦) اي بواقع (٢٨) محفظة نشطة متفوقة على محافظ السوق المرجعية لها ولكي نعطي صورة ادق عن تفوقها على اسس التعديل بالمخاطرة استخدمنا مقياس نسبة (Sharpe) والذي اشار الى ان جميع المحافظ النشطة تفوقت على قريناتها السوقية ما عدا (٤) فقط تمثلت باستراتيجيات الاشهر (36,35,34,8) وهذا كافي للحكم على تفوق المحافظ النشطة على اساس التعديل بالمخاطرة الكلية والموقف لا يختلف كثيرا مع التعديل بالمخاطرة المنتظمة والمحسوبة عبر مقياس نسبة (treynor) فهي الاخرى إشارة الى تغلب المحافظ النشطة على محافظ السوق القرينة وبجميع المحافظ النشطة .

اما عن مقدار (alpha) فجاءت مقاديره كما في سابقاتها سالبة القيمة لكل المحافظ النشطة والسبب يعود الى عدم قدرة المحافظ النشطة على تحقيق العائد المتوقع لها والحال مشابه مع نسبة المعلومات (IR) التي اشرت قيم موجبة وبذلك فهي تشير الى استغلال المعلومات اللازمة لتحقيق العائد وفقا لما هو مطلوب .

الجدول (١١) نتائج المحفظة الرابحة بعد كلفة المعاملة في دراسة الحدث

Treynor	sharp	Market	Active R.	IR	Alpha	Treynor	sharp	Return	Month
-0.02383	-8.3568	-0.01923	-0.00061	-0.3379	-0.0051	-0.03006	-8.7965	-0.01985	1
-0.02389	-8.2772	-0.01929	-0.00082	-0.4314	-0.0066	-0.03263	-8.1531	-0.02011	2
-0.02391	-8.2567	-0.01931	-0.00115	-0.5393	-0.0092	-0.03768	-7.3492	-0.02046	3
-0.02387	-8.2751	-0.01927	-0.00152	-0.6305	-0.0112	-0.04272	-7.0135	-0.02079	4
-0.02396	-8.2669	-0.01936	-0.00155	-0.6773	-0.0104	-0.04036	-7.3725	-0.02091	5
-0.02393	-8.2204	-0.01933	-0.0013	-0.6523	-0.0079	-0.03479	-7.9754	-0.02063	6
-0.02411	-8.484	-0.01951	-0.00116	-0.6919	-0.0049	-0.02995	-9.1453	-0.02067	7
-0.02443	-10.291	-0.01983	-0.00117	-0.6476	-0.0095	-0.03887	-9.3945	-0.021	8
-0.02445	-10.416	-0.01985	-0.00115	-0.6418	-0.0105	-0.04143	-8.2393	-0.02101	9
-0.02451	-10.493	-0.01991	-0.00084	-0.4488	-0.0102	-0.04093	-8.8235	-0.02075	10
-0.02458	-10.478	-0.01999	-0.00081	-0.4178	-0.0107	-0.04248	-8.5853	-0.0208	11
-0.02463	-10.559	-0.02003	-0.00074	-0.2916	-0.0143	-0.05637	-8.029	-0.02077	12
-0.02488	-11.401	-0.02029	-0.00092	-0.3581	-0.0159	-0.06458	-8.4865	-0.02121	13
-0.02486	-11.366	-0.02026	-0.00032	-0.1079	-0.0166	-0.07297	-7.1788	-0.02058	14
-0.02484	-11.326	-0.02024	-0.00041	-0.1589	-0.0149	-0.0605	-7.6124	-0.02065	15
-0.02498	-11.321	-0.02038	-0.00036	-0.1105	-0.018	-0.08657	-6.8339	-0.02074	16
-0.0248	-12.073	-0.0202	-0.00046	-0.1574	-0.0177	-0.08252	-7.4245	-0.02067	17
-0.02462	-12.386	-0.02002	-0.00053	-0.1813	-0.0183	-0.09042	-7.8501	-0.02055	18
-0.02495	-15.036	-0.02035	0.00025	0.1035	-0.0178	-0.08965	-9.4514	-0.0201	19
-0.02465	-20.743	-0.02005	0.000518	0.2347	-0.0212	-0.20361	-11.342	-0.01954	20
-0.02469	-20.731	-0.0201	0.000404	0.1632	-0.0233	-0.5786	-10.725	-0.01969	21
-0.02472	-20.688	-0.02012	0.000341	0.1507	-0.0205	-0.15559	-10.516	-0.01978	22
-0.02466	-21.467	-0.02006	-8.8E-05	-0.0401	-0.0221	-0.23197	-11.718	-0.02015	23
-0.02468	-21.096	-0.02008	0.000224	0.0898	-0.0215	-0.2045	-9.6956	-0.01986	24
-0.02473	-20.966	-0.02013	0.000375	0.1931	-0.0182	-0.09833	-11.212	-0.01976	25
-0.02462	-20.018	-0.02002	-0.00016	-0.0883	-0.0166	-0.0746	-10.809	-0.02018	26
-0.02472	-21.96	-0.02012	-0.00027	-0.1903	-0.0156	-0.06564	-14.255	-0.02039	27
-0.02504	-13.804	-0.02044	-8.9E-05	-0.0517	-0.0121	-0.04815	-9.1097	-0.02053	28
-0.02512	-13.958	-0.02053	-0.00048	-0.2591	-0.0135	-0.053	-9.6727	-0.02101	29
-0.0251	-13.615	-0.0205	-0.00018	-0.1125	-0.011	-0.0445	-10.996	-0.02069	30
-0.0251	-13.61	-0.0205	-0.00035	-0.1428	-0.0164	-0.07074	-8.5563	-0.02085	31
-0.02506	-13.617	-0.02046	-0.00058	-0.2534	-0.0158	-0.06556	-8.5881	-0.02105	32
-0.02489	-12.111	-0.02029	-0.00087	-0.3895	-0.0146	-0.05732	-9.3198	-0.02116	33
-0.02518	-9.7901	-0.02058	-0.00046	-0.1131	-0.0229	-0.23491	-7.3182	-0.02104	34
-0.02648	-4.3038	-0.02188	0.000654	0.1037	-0.0145	-0.06045	-7.1091	-0.02123	35
-0.02618	-4.0822	-0.02158	7.98E-05	0.0119	-0.0176	-0.08046	-7.8354	-0.0215	36

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

الجدول (12) نتائج المحفظة الخاسرة بعد كلفة المعاملة في دراسة الحدث

Treynor	sharp	Market	Active R.	IR	Alpha	Treynor	sharp	Return	Month
-0.0238	-8.357	-0.019	-0.00139	-0.244	-0.045	0.030061	-7.6125	-0.0206	1
-0.0239	-8.277	-0.019	-0.0015	-0.281	-0.043	0.035076	-9.066	-0.0208	2
-0.0239	-8.257	-0.019	-0.00074	-0.156	-0.035	0.055871	-9.3816	-0.02	3
-0.0239	-8.275	-0.019	-0.00099	-0.187	-0.041	0.036249	-8.5757	-0.0203	4
-0.024	-8.267	-0.019	-0.00075	-0.13	-0.044	0.031145	-7.1782	-0.0201	5
-0.0239	-8.22	-0.019	-0.00101	-0.181	-0.043	0.032521	-7.9969	-0.0203	6
-0.0241	-8.484	-0.02	-0.00014	-0.027	-0.042	0.032764	-8.4671	-0.0197	7
-0.0244	-10.29	-0.02	1.56E-05	0.0036	-0.041	0.034941	-10.4	-0.0198	8
-0.0245	-10.42	-0.02	0.000325	0.0684	-0.044	0.029733	-8.4765	-0.0195	9
-0.0245	-10.49	-0.02	0.000174	0.0388	-0.041	0.035231	-9.1622	-0.0197	10
-0.0246	-10.48	-0.02	0.000194	0.0424	-0.044	0.030118	-9.5306	-0.0198	11
-0.0246	-10.56	-0.02	0.00052	0.1112	-0.044	0.029361	-8.8277	-0.0195	12
-0.0249	-11.4	-0.02	0.001039	0.2344	-0.045	0.027698	-9.2165	-0.0192	13
-0.0249	-11.37	-0.02	0.001241	0.2717	-0.047	0.025434	-8.8108	-0.019	14
-0.0248	-11.33	-0.02	0.001211	0.2783	-0.043	0.030192	-9.1887	-0.019	15
-0.025	-11.32	-0.02	0.001234	0.3131	-0.038	0.042259	-10.422	-0.0191	16
-0.0248	-12.07	-0.02	0.001007	0.256	-0.035	0.051136	-8.7999	-0.0192	17
-0.0246	-12.39	-0.02	0.001402	0.3528	-0.037	0.042048	-8.4933	-0.0186	18
-0.025	-15.04	-0.02	0.001555	0.437	-0.045	0.026704	-10.374	-0.0188	19
-0.0247	-20.74	-0.02	0.000706	0.2112	-0.055	0.019288	-9.5826	-0.0193	20
-0.0247	-20.73	-0.02	0.001001	0.2911	-0.058	0.017285	-9.2848	-0.0191	21
-0.0247	-20.69	-0.02	0.001333	0.4237	-0.05	0.021491	-10.1	-0.0188	22
-0.0247	-21.47	-0.02	0.001133	0.3558	-0.048	0.024001	-9.4153	-0.0189	23
-0.0247	-21.1	-0.02	0.001039	0.3646	-0.042	0.03234	-10.838	-0.019	24
-0.0247	-20.97	-0.02	0.000649	0.2296	-0.039	0.04078	-10.814	-0.0195	25
-0.0246	-20.02	-0.02	0.000394	0.1676	-0.036	0.04916	-15.253	-0.0196	26
-0.0247	-21.96	-0.02	0.000873	0.3819	-0.038	0.041071	-15.113	-0.0192	27
-0.025	-13.8	-0.02	0.001285	0.3361	-0.046	0.026964	-10.1	-0.0192	28
-0.0251	-13.96	-0.021	0.001226	0.2958	-0.051	0.022252	-9.0383	-0.0193	29
-0.0251	-13.62	-0.021	0.001273	0.3273	-0.049	0.02423	-10.609	-0.0192	30
-0.0251	-13.61	-0.021	0.001389	0.331	-0.052	0.021381	-9.1834	-0.0191	31
-0.0251	-13.62	-0.02	0.0012	0.2974	-0.046	0.027022	-9.0665	-0.0193	32
-0.0249	-12.11	-0.02	0.000887	0.2342	-0.039	0.041027	-10.56	-0.0194	33
-0.0252	-9.79	-0.021	0.001467	0.3337	-0.037	0.044308	-9.9866	-0.0191	34
-0.0265	-4.304	-0.022	0.002977	0.3921	-0.028	0.124927	-9.9637	-0.0189	35
-0.0262	-4.082	-0.022	0.002723	0.3861	-0.024	1.422392	-8.7137	-0.0189	36

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

الجدول (١٣) مقارنة نسب الاداء

الجدول	الاسلوب	الكلفة	المحفظة	Active	Sharpe	Treynor	Alpha	IR
1	Jegadeesh & Titman 1993	قبل الكلفة	الزخم	23	1	21	سالبة	موجبة
2			الرابحة	-	3	-	سالبة	سالبة
3			الخاسرة	35	24	35	سالبة	موجبة
4		بعد الكلفة	الزخم	-	-	30	سالبة	سالبة
5			الرابحة	-	3	1	سالبة	سالبة
6			الخاسرة	35	15	35	سالبة	موجبة
7	دراسة الحدث	قبل الكلفة	الزخم	22	19	13	سالبة	موجبة
8			الرابحة	8	6	8	سالبة	موجبة
9			الخاسرة	29	26	29	سالبة	موجبة
10		بعد الكلفة	الزخم	-	9	14	سالبة	سالبة
11			الرابحة	8	6	-	سالبة	موجبة
12			الخاسرة	28	24	28	سالبة	موجبة

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج MS-Excel 2013

٣-٤ : مقارنة نسب الأداء

الجدول (١٣) يلخص موقف المحافظ النشطة في ظل الاستراتيجيات المذكورة انفاً و تشير المعطيات الواردة فيه الى انه في استراتيجيات (Jegadeesh and Titman) فضلا عن الاستراتيجيات القصيرة جدا (أسبوع – شهر) حققت محافظ الزخم فيها عائد نشط في (٢٣) محفظة قبل الكلفة و لكنها لا تتفوق على عائد السوق الا بعد التعديل بالمخاطرة المنتظمة و التي تعد مقبولة كون التقييم يكون في بيئة المحفظة و تتراجع محافظ الزخم بعد اخذ كلفة المعاملة بنظر الاعتبار بحيث لا نلاحظ تحقيق عائد نشط اطلاقا .

اما المحافظ الرابحة فلا تحقق هي الأخرى عائداً نشطاً قبل او بعد ادخال كلفة المعاملة و هي على عكس المحافظ الخاسرة التي حققت عائداً نشطاً و مع التعديل بالمخاطرة يكون مقبول و لكن بمجرد ادخال كلفة المعاملة يتراجع مع مقياس (Sharpe) و يكون منطقياً في (١٥) محفظة و هي اقل من النصف و مع ذلك نجد ان مقياس (Treyner) يكون أدائه جيداً و لذلك يمكن القول ان هنالك عائداً نشطاً حتى بعد الكلفة وهو ناجم عن المحافظ الخاسرة ولما كان البيع القصير غير مسموح به في السوق العراقية فانه من غير الممكن استخدام ستراتيجية الزخم لبناء محافظ نشطة على أساس المحافظ الخاسرة فقط وهو ما يتفق مع الفرضية الفرعية السادسة في عدم إمكانية محافظ الزخم ومكونتها في التغلب على محفظة السوق بعد التعديل بالمخاطرة .

في حين ان الموقف افضل مع استراتيجيات دراسة الحدث نوعا ما ، اذ ان محافظ الزخم تحقق عائد نشط قبل الكلفة و مقبولة الى حدا ما عند التعديل على أساس المخاطرة المنتظمة الا انه مع كلفة المعاملة يتلاشى العائد النشط تماما ومع ذلك نجد ان موقف المكونات افضل من المحافظ الرابحة التي تحقق عائد نشط في (٨) محافظ فقط ولكنها تكون افضل من عائد السوق عند التعديل بالمخاطرة الكلية والمنتظمة في حين انه نجد بعد اعتماد كلفة المعاملة تتراجع في التعديل بالمخاطرة المنتظمة والتي تتغلب فيها محفظة السوق ، في المقابل فان المحافظ الخاسرة النشطة كانت تؤدي بشكل جيد قبل وبعد الكلفة وتتفوق على عائد السوق المعدل بالمخاطرة الكلية و المنتظمة وهذا يدفعنا للقول الى ان المحافظ النشطة للزخم في ظل دراسة الحدث لا تستطيع التفوق على أداء السوق سوى في المحافظ الرابحة وعلى أساس التعديل بالمخاطرة الكلية ولكن من غير الممكن استخدام محافظ الزخم في بناء محافظ نشطة بعد الاخذ بكلفة المعاملة وهو ما يتفق مع الفرضية الفرعية السادسة

ومن الملاحظ ايضا عن طريق الجدول (١٣) ان قيم (Alpha) دائما سالبة وهي دلالة على ان السوق ضمن عينة الدراسة كان في حالة تراجع لأنه جميع المحافظ كانت غير قادرة على تحقيق الأداء المتوقع او التفوق عليه بينما نجد ان نسبة المعلومات (IR) كانت موجبة مع المحافظ النشطة وهي تبرهن على ان المعلومات المعتمدة في تحقيق العائد النشط كانت فاعلة وادت الغرض من دراستها.

٤ : الاستنتاجات و التوصيات

٤-١: الاستنتاجات

بعد تحليل مدخلات سوق العراق للأوراق المالية وفقا لمتطلبات الدراسة الحالية خرجنا بالاستنتاجات الآتية :

١ – اظهرت عينة الدراسة الخاصة بعائدات محفظة السوق (مؤشر سوق العراق ISX) ان السوق في حالة تراجع وذلك بتحقيقه لمعدل عائد يومي سالب مقداره (٠.٠٠٠٣- %) تقريبا و بانحراف معياري بلغ (٠.٠١٤٣٠٧٠٨) ومن ثم فان هذا يشير ضمنا الى ان النتائج حصلت في خضم حركة سوق نازلة بالاصطلاح الفني .

٢ – لاحظت الدراسة ان مكونات محفظة الزخم من المحافظ الرابحة والخاسرة لا تسهم بشكل متكافئ او على حد السواء في محفظة الزخم ، اذ ان من الملاحظ ان جميع الاستراتيجيات الـ (٣٦) تعاني فيها المحافظ الرابحة من العائدات السالبة بالمقابل فان غالبية المحافظ الخاسرة كانت تحقق عائدات موجبة و بواقع (٢٥) محفظة من اصل (٣٦) كانت فيها العائدات معنوية وهذا يشير الى ان الاسهام الاكبر ومصدر عائد محفظة الزخم كان يأتي من المحافظ الخاسرة (محافظ البيع القصير) اي بمعنى ان المحافظ الخاسرة كانت في الغالب تستمر بتحقيق زخم في الاوراق المالية الخاسرة على عكس المحافظ الرابحة التي لم تستمر اطلاقا في تحقيق عائدات وهذه الحالة مشابه لحالة اصطدام الزخم (Momentum Crashes) التي تتخذ فيها استراتيجية الزخم موقفاً معاكساً عندما يكون السوق في حالة تراجع ولكن هذه الحالة تنطبق فقط في الجانب الرابح من دراستنا و الحال مشابه بشكل كبير مع دراسات الحدث التي إشارة عوائد المحافظ فيها أيضا انه من اصل (١٧) محفظة زخم رابحة كانت جميع المحافظ الخاسرة المساهمة تحقق عوائد موجبة بينما كانت المحافظ الرابحة تحقق عوائد موجبة في (٥) محافظ فقط ومن ثم يمكننا القول ان في ظل ذلك فانه نجد تطابق مع الفرضية الفرعية الثالثة والقاضية بانه لا تسهم المحافظ الرابحة والخاسرة في عائد محفظة الزخم على حد السواء .

٣ – بينت الدراسة ان عائد محافظ الزخم (عائد المحافظ الرابحة مع عائد الخاسرة) يحقق عائداً نشطاً في (٢٣) استراتيجية في حالة الاستراتيجيات الممتدة من (اسبوع الى سنة) غير انها لم تتفوق الا بعد التعديل بالمخاطرة المنتظمة ومع اخذ كلفة المعاملة بنظر الاعتبار يختفي العائد النشط تماما والحال لا يختلف كثيرا مع استراتيجيات دراسة الحدث اذ ان عدد المحافظ النشطة كان (٢٢) محفظة ، فقط كان منها جزء كبير يتفوق بعد التعديل بالمخاطرة الكلية واقل منه عند التعديل بالمخاطرة المنتظمة وبالرغم من ذلك فانه يتلاشى مع دخول كلفة المعاملة ولا يكون هنالك عائد نشط في دراسات الحدث ايضا وهذا يتفق مع الفرضية الرابعة التي تنص على انه لا يمكن لمحافظ الزخم النشطة التفوق على محفظة السوق بعد التعديل بالمخاطرة و كلفة المعاملة .

٤– ان مكونات محفظة الزخم تتحمل كلفة معاملة اقل الى النصف فيما لو تم اعتمادها لحالها (اما محافظ رابحة فقط او خاسرة فقط) ولذلك فان النتائج تشير وبشكل واضح الى ان المحافظ الرابحة لم تحقق اي عائد نشط في ظل الاستراتيجيات الممتدة من (اسبوع الى سنة) والحال مشابه مع اعتماد كلفة المعاملة بالمقابل نجد ان المحافظ الرابحة في ظل استراتيجيات دراسة الحدث كانت افضل فهي تحقق قبل كلفة المعاملة عائدات نشطة في (٨) استراتيجيات تفوقت في (٦) منها على اساس العائد المعدل بالمخاطرة الكلية و جميعها على اساس العائد المعدل بالمخاطرة المنتظمة ومع اعتماد كلفة المعاملة تستمر هذه المحافظ في تحقيق عوائد نشطة ولكنها تعدل فقط على اساس المخاطرة الكلية .

٥– وجدت الدراسة ان المحافظ الخاسرة تؤدي بشكل جيد فيما يخص العائد النشط اذ انها تستطيع ان تحقق قبل الكلفة في الاستراتيجيات الممتدة من (اسبوع الى سنة) عائداً نشطاً في (٣٥) محفظة غالبيتها تفوق السوق على اساس التعديل بالمخاطرة الكلية وجميعها على اساس التعديل بالمخاطرة المنتظمة والحال لا يختلف مع ادخال كلفة المعاملة ، بالمقابل نجد الاداء نفسه مع دراسات الحدث لذا نستطيع القول ان المحافظ الخاسرة كانت في الغالب هي المهيمنة اذ انها تشير الى استمرارية في التراجع وان غالبية العائد في استراتيجية الزخم يكون عن طريق جانب البيع القصير ولكن ذلك واقعا غير ممكن في سوق العراق للأوراق المالية لعدم تشريع التداول بالبيع القصير .

ومما سبق يمكننا القول إنه بالإمكان تحقيق عائدات نشطة بعد كلفة المعاملة في مكونات محفظة الزخم (المحافظ الرابحة والخاسرة) ويكون ممكن فعليا عن طريق بوابة المحافظ الرابحة في دراسة الحدث ولكن غير ممكن مع المحافظ الخاسرة (البيع القصير)

٦ – من ما سبق يمكننا ان نستنتج الاتفاق مع الفرضة الرئيسة الثانية و التي تنص على انه يسمح سوق العراق للأوراق المالية بتحقيق عائدات عند اتباع استراتيجيات التداول بالزخم كونه كفوء بالشكل الضعيف على اقل تقدير ، اذ ان بعض

محافظ الزخم الرابحة في دراسات الحدث استطاعت ان تحقق عوائد نشطة تفوق محفظة السوق بعد التعديل بالمخاطرة و بوجود كلفة المعاملة و هو ما ينقض افتراض كفاءة السوق بالشكل الضعيف كون السوق تم اختراقه باستخدام بيانات تاريخية .

٧- وجدت الدراسة ايضا ان جميع قيم (Alpha) للمحافظ النشطة كانت سالبة وهي بذلك تؤكد وبشكل واضح ان محافظ الزخم التي تم بنائها خلال مدة الدراسة لم تستطع ان تحقق العائد المطلوب لها المحسوب والمفسر على اساس حركتها مع حركة السوق وسبب ذلك ان السوق في حالة تراجع خلال مدة الدراسة مما القى بظلاله على قيم (الفا) .

٨- اشارت الدراسة الى ان جميع المحافظ النشطة المتحققة كانت تمتلك نسبة معلومات (IR) موجبة وهي تشير بذلك الى ان العائد النشط تم تحقيقه في ظل استغلال المعلومات التي تؤدي الى تحقيق نتائج مجدية .

٩ – تباين نسب قياس الأداء المستخدمة عند تقييم أداء محافظ الزخم و مكوناتها

٤-٢ : التوصيات

بناء على ما جاء في استنتاجات الدراسة الحالية فقد تم الخروج بالتوصيات الاتية :

١ – ضرورة اجراء دراسات عن محافظ الزخم مستقبلا في سوق العراق للأوراق المالية باعتماد عينة اكبر لا سيما اذا كانت السوق مستقرة و ليست نازلة (Bearish) حسب الاصطلاح الفني .

٢ – انه من الأفضل للمستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية تجنب بناء محافظ على أساس استراتيجيات التداول بالزخم وفق أسلوب (Jegadeesh & titman 1993) كونها لن تحقق أرباحاً تذكر بسبب عدم قابليتها على تغطية تكاليف المعاملة الخاصة بها و هذه الحالة تظهر في الاجل القصير و المتوسط و حتى في الاجل الطويل في الغالب .

٣ – يمكن للمستثمرين تحقيق عائد افضل مما تقدمه محفظة السوق و على أساس معدل بالمخاطرة اذا اعتمد في استثماره على محفظة الزخم الرابحة فقط كمحفظة نشطة و لمدة استثمار (١٩ و ٢٠ و ٢١ و ٢٢ و ٢٤ و ٢٥) شهر بعد بناء المحفظة على أساس ترتيب لمدة (٦) اشهر و بوجود كلفة المعاملة و في ظل عائد معدل بالمخاطرة الكلية وفقا لنسبة (Sharpe) فقط .

٤ – التشديد على قيام السلطات المسؤولة عن تشريع أنظمة و قواعد التداول السماح بأطلاق البيع القصير (Short Selling) و تنظيم ما يتعلق به من تفاصيل الية التداول به بما يضمن منع حدوث الاثار السلبية الناتجة عنه بسبب التلاعب و الاحتيال ، اذ ان البيع القصير على العموم سيكون خياراً إضافياً للمتعاملين في السوق من ثم يفتح قنوات نشاط تداولي تعزز من نشاط السوق كما ان محافظ الزخم الخاسرة (محافظ البيع القصير) سيكون من الممكن التعويل عليها في بناء محافظ نشطة تحقق عائد اعلى من عائد السوق بعد التعديل بالمخاطرة .

ففي استراتيجيات (Jegadeesh & Titman 1993) التقليدية كانت المحافظ الخاسرة تحقق عائداً نشطاً في جميع الاستراتيجيات ما عدا ستراتيجية (J Week / K week) و على أساس العائد المعدل بالمخاطرة المنتظمة في جميعها و على أساس المخاطرة الكلية في غالبيتها و الوضع لا يبتعد كثيرا مع استراتيجيات دراسة الحدث في الاجل الطويل التي هي الأخرى تحقق فيها المحافظ الخاسرة النشطة و تحديدا من الشهر (٦) الى الشهر (٣٦) و بعائد معدل بالمخاطرة الكلية في غالبيتها و بالمخاطرة المنتظمة في جميعها مقارنة بمحفظة السوق .

٥ – عدم اعتماد مقدار (Alpha) في تقييم المحافظ النشطة عموما و الزخم خصوصا عندما تكون السوق نازلة (Bearish Market) كونها ستؤدي الى تحقيق مقادير سالبة في جميع الأحوال و من ثم لن تعود ذات دلالة كافية لاتخاذ القرارات الاستثمارية و الاختيار بين البدائل .

٦ – اعتماد نسبة المعلومات (IR) عند تقييم محافظ الزخم النشطة لانها كانت تحقق مقادير موجبة مع محافظ الزخم التي تحقق عائد نشط و من ثم فأن اعتمادها سيكون ذا مدلول فعلي على تحقيق أداء موجب .

٧ – بإمكان المستثمرين المحليين الذين يودون خوض تجربة الاستثمار في محفظة الزخم النشطة تجربة الاستثمار في الأسواق المالية العالمية و الإقليمية مثل سوق عمان للأوراق المالية او السوق السعودية كون الدراسات الاكاديمية لاحظت وجود الزخم في هذه الأسواق و انها تحقق عائداً عالياً حتى مع وجود كلفة المعاملة .

٨ – تقليل كلفة المعاملة الى اقل حد ممكن بالشكل الذي يجعل التداول في السوق المالية اكثر سلاسة و لتشجيع المستثمرين على بناء المحافظ النشطة كونها تتطلب كلفة مرتفعة بسبب طبيعة دوران اوراقها المالية العالي فضلا عن تغير

مراكزها بصورة شبه دائمة و هذا سيمكن المتداولون باستراتيجيات الزخم و غيرها من أساليب المحافظ النشطة من إعادة النظر فيها و الافادة من هذه المحافظ قدر المستطاع .

٩ – العمل على دراسات تحليلية و تجريبية لأدوات و أساليب أخرى في مضمار التحليل الفني كون البيئة الاستثمارية العراقية غير منفتحة على التحليل الفني و اساليبه المتعددة كما في باقي دول العالم عموما و الاقليمية بصورة خاصة و من ثم فتح أبواب استثمارية كانت موصده امام المستثمر العراقي مما سيكون له الاثر الكبير في رفع الكفاءة التشغيلية و السعرية للسوق المالية .

١٠ – العمل على رفع مستوى الإفصاح عن معلومات التداول الخاصة بالسوق المالية العراقية من حيث المحتوى المعلوماتي و توقيت الإفصاح و الدقة و الحاقها بتقارير مفصلة و دقيقة عن السياسة المالية و النقدية و كل ما يحتاجه المستثمر لاتخاذ قراره الاستثماري بشكل اسرع و من ثم يزيد من عدد المتداولين و الصفقات المبرمة و هذا ينصب بشكل كبير في رفع كفاءة السوق السعرية .

قائمة المصادر

First : Books

1 – Arnold , Curtis M. "Timing the market : How to profit in Bull and Bear market with technical Analysis " 1st edition, Mc Graw-Hill , Inc , 1993 .

2 – Ambrosior, Charles .A.D " Portfolio Management Basics " From Editorial " Managing Investment Portfolios : A dynamic Process " 2nd Edition , Edited by John L . Maginn and Donald L . Tuttle . Warren Gorham & Lamont ,1990.

3 – Bernstein , Jake "No Bull investing : Straightforward Advice to Maximize Your Return in Any Market with Any amount of Money" 1st , Dear Born trade publishing 2003.

4 –Bird , John O. and Cart T.F. Ross "Mechanical engineering principles" 3rd edition , Routledge , Inc. 2015.

5 – Brentani , Christine " Portfolio Management in Practice " 1st edition , Butterworth-Heinemann , MA , 2004 .

6 – Brown , David and Kassandra Bentley "All about Stock Market Strategies : the easy way to get started " 1st edition, McGraw-Hill , 2002 .

7 – Bodie, Zvi ; Alex Kane and Alan J. Marcus " Essentials of Investment "5th edition , McGraw-Hill , 2003 .

8 – Cohen , Jerome B. ; Edward D. Zinbarg and Arthur Zeikel " Investment Analysis and Portfolio Management " 5th Edition , McGraw/Hill .Inc, 1987.

9 – Corner , Desmond and David G. Mayers " Modern Portfolio Theory and Financial Institutions " 1st edition , Palgrave McMillian , UK , 1983.

10 – Ciana , Poul " New Frontiers in Technical Analysis: Effective Tools and Strategies for Trading and Investing " Bloomberg Press , Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey , 2011

11 – Fabozzi , Frank J. " Institutional Investment Management : Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications " 1st Edition ,John Wiley and Sons, Inc. 2009.

12 -Farley , Alan S. The Master Swing Trader Toolkit: The Market Survival Guide " 1st edition, McGraw-Hill , Inc. 2010.

13 – French , Dan W. " Security and Portfolio Analysis: Concepts and Management " 1st Edition , Merrill Publishing Company , 1989.

14 - Jegadeesh , Narasimhan and Sharidan Titman "Returns to Buying Winners and Selling Losers : Implications for stock Market Efficiency" the Journal of finance , Vol.48 , No.1 , 1993, PP 65-91 .

15 – Gitman , Lawrence J. and Michael D. Joehnk " Fundamentals of Investing " 10th Edition , Pearson Education Inc. MA, USA, 2008

16 - Haight , G. Timothy ; Stephen Morrell and Glenn E. Ross " How to Select investment managers and Evaluate Performance " 1st Edition ,John Wiley and Sons, Inc. 2007.

17 – Hearth , Douglas and Janis K . Zaima " Contemporary Investment : Security and Portfolio Analysis " 4th edition , Thomson Learning , USA , 2004.

18 - Kaufmann, Perry J. "A Short Course in Technical Trading" 1st edition, Wiley & Son.Inc, New Jersey , USA ,2003.

19 -Kirkpartrick,Charles D. "Beat the market invest by Knowing What Stocks to buy and What Stocks Sell" 1st edition , Pearson Education , Inc. 2009 .

20 -Krikpatrick II , Charles D " Time the Markets: Using Technical Analysis to Interpret Economic Data, Revised Edition " 1st edition , Pearson Education , Inc , 2012 .

21 - Ilmanen , Antti "Expected Return :An Investor's guide to Harvesting Market Rewards " 1st edition John Wiley and Sons , Inc. USA , 2011 .

22 - Iverson , David " Strategic Risk management:A practical Guide to portfolio Risk management " 1stedition , John Wiley and Sons, Inc., 2013.

23 – Levy , Haim & Theirry Post " Investment" 1st Edition , Pearson Education Limited , 2005.

24 - McDowell, Bennett A. "the Art of Trading: Combining the Science of Technical Analysis with the Art of Reality – Based trading" 1st edition , John Wiley and Sons , Inc. 2008 .

25 - Miner , Robert C. "High Probability trading strategies : entry to Exit Tactics for forex , Futures , and stock Markets "1st edition John wiley and Sons , Inc. 2009 .

26 -Pring , Martin J. "How to select Stocks Using technical Analysis" 1st edition , McGraw – Hill, Companies , Inc. 2002.

27 – Reilly , Frank K. and Keith C. Brown " Investment Analysis & Portfolio Management " 10th Edition , South-Western , Cengage Learning ,2012.

28 – Renneboog , L " Advances in Corporate Finance and Asset Pricing " 1st Edition , Elesever, Inc . 2006.
29 –Snopek , Lukasz "the Complete Guide to portfolio Construction and Management" 1st edition , John Wiley and Sons , Inc. 2012 .
30 – Satchell , Stephan Forecasting Expected Returns in the Financial Markets " 1st edition , Academic press , Elesever press , 2007 .
31 – Strong , Robert A. " Portfolio Construction Management and Protection " 5th edition , Cengage Learning , Mason , 2009.
32 – Tortoriello, Richard "Quantitative Strategies for Achieving Alpha" 1st edition , McGraw – Hill, Companies , Inc. 2009.
33 –WarWick , Ben "the Worldly investor guide to Beating the market : Beat the pros at their Own Game" 1st edition , John Wiley and Sons , Inc. 2001.
34 –Weir , Deborah , J "Timing the Market : How to profit in the Stock market using the Yield Curve , technical Analysis and Cultural indicators" 1st edition , John Wiley and Son , Inc. 2006 .
35 – Woods , Steve " Float Analysis: Powerful Technical Indicators Using Price and Volume " 1st edition , John Wiley and Sons , Inc. 2002.

Second : Journals

36 – Ambachtsheer , Keith " Active Management that adds value : Reality or Illusion ?" The Journal of Portfolio Management 1994 No21, Vol 1, pp89-92.
37 – Carhart , Mark M. " On Persistence in Mutual Fund Performance " The Journal of Finance, Vol. 52, No. 1 (Mar., 1997), pp. 57-82.
38 – Chordia , Tarun and Lakshmanan shivakumar " Momentum, Business Cycle, and Time-varying Expected Returns " the Journal of finance , VoL 57 , No.2 , 2002 . PP 985-1019 .
39 – Cooper , Micheal J. , Roberto G. Gutierrez and Allaudeen Hameed "Market State and momentum "Journal of finance , VoL. 59 , No. 3 , PP 1345-1365 . 2004.
40 – Daniel, Kent and Tobias J. Moskowitz "Momentum Crashes ", Journal of Financial Economics, Volume 122, Issue 2, ,2016, PP221-247.
41 – Dichev , Ilia , Kelly Huang and Dexin Zhou "the Dark side of Trading" Journal of Accounting Auditing & Finance , Vol 29 , No.4 , pp 492-518 , 2014 .
42 – Grinblatt , Mark and Sheridan Titman " Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings" The Journal of Business, Vol. 62, No. 3 , 1989 , PP 393-416.

43 - Grobys , Klaus "another look at momentum crashes: momentum in the European monetary Union "Applied Economics , Vol.48, No.19 , 2016 , PP 1759-1766 .

44 – Harlow , W.V. and Keith C. Brown " The Right Answer To The Wrong Question : Identifying Superior Active Portfolio Management " journal of investment management , Vol. 4, No. 4 , 2006 , PP 1-26 .

45 - Hendricks ,Darryll, Jayendu Patel, Richard Zeckhauser "Hot Hands in Mutual Funds: The Persistence of Performance, 1974-87" the Journal of finance , Vol 48 , No.1 , 1991 , PP 93-130.

46 -Hwang , Soosung and Alexander Rubesam "the disappearance of momentum "the European Journal of Finance , Vol. 21 , No 7 , PP 584-607 2015 .

47 - Jensen , Michael C. , " The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 "The Journal of Finance, Vol. 23, No. 2, 1968, pp. 389-416.

48 - Jegadeesh , Narasimhan and Sharidan Titman "Returns to Buying Winners and Selling Losers : Implications for stock Market Efficiency" the Journal of finance , Vol.48 , No.1 , 1993, PP 65-91 .

49 - Jegadeesh , narasimhan and Sheridan Titman "profitability of momentum Strategies : An Evaluation of Alternative Explanations" the Journal of finance , Vol. 56, No.2 , 2001 , PP 699-718 .

50 - Korajczyk Robert A. and Ronnie Sadka "Are Momentum profits Robust to trading Costs?" the Journal of finance Vol. LIX, No.3 , 2004 , PP 1039-1082

51 - Levy , Robert A "Relative strength as a Criterion for investment Selection " Journal of finance , VoL.22 , Issue . 4, 1967 , PP 595-610 .

52 - Malkiel , Burton G. " The Efficient Market Hypothesis and It's Critics "Journal of Economics perspectives , Vol .17 , No1 ,2003 ,PP 59-82 .

53 - Rouwenhorst, K. Geert "international momentum Strategies" The Journal of finance , Vol.53 , Issue 1 , 1998 , 267-284.

54 – Sharpe , William F. " Mutual Fund Performance " The Journal of Business, Vol. 39, No.1, 1966 , pp. 119-138.

Third : Unpublished Works

55 - Daniel , Kent " Momentum Crashes ", Columbia Business School Research Paper Series , unpublished work, April 12 , 2011.

56 – Park , Kyung-In and Dongcheol Kim " Source of Momentum Profits in International Stock Markets" unpublished work , 2011.