Warith Scientific Journal

بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة بأطار استراتيجية الشراء والاحتفاظ

Constructing An Efficient Investment Portfolio Within the Framework of The Buy-And-Hold Strategy

م.م هند سلمان الياس الطائي[2]
M.M. Hind Salman Elias Al-Taie
hindaelias2020@gmail.com
جامعة النهرين/ كلية اقتصاديات الاعمال
Al-Nahrain University/ College of Business Economics

م.م حيدر ناصر حسين الميالي[1]
M.M .Haider Nasser Hussein Al-Mayali
haider.nasser@uokerbala.edu.iq
جامعة كربلاء/ كلية الادارة والاقتصاد
Karbala University/ College of Administration and Economics

م م. زهراء جار الله حمو[3]
M.M. Zahraa Jarallah Hamo
mailto:zahraa.aljarjary@uohamdaniya.edu.iq
جامعة الحمدانية/ كلية الادارة الاقتصاد
Al-Hamdaniya University / College of Administration and Economics

المستخلص

لا تعتمد إستراتيجية الاستثمار السليمة فقط على الشراء والاحتفاظ ولكن أيضا على بناء محفظة متنوعة بشكل جيد تناسب مع المخاطر الخاص بك. يجب أن تشمل هذه المحفظة كلاً من الأسهم والسندات ، بالإضافة إلى الموجودات الأخرى مثل العقارات والسلع. يجب أن تكون المحفظة الاستثمارية الناجحة قادرة على تحمل تقلبات السوق وتحقيق عوائد ثابتة بمرور الوقت. حيث تهدف هذه الدراسة الى بناء محفظة الاوراق المالية من خلال استراتيجية الشراء والاحتفاظ وتحقيق معدل عائد عالي وانخفاض بمعدلات المخاطرة التي تتعرض لها المحفظة، وتهدف هذه الدراسة الى تحسين خصائص واداء المحفظة الاستثمارية من خلال استراتيجية الشراء والاحتفاظ واستخدام طريقة المعاينة المثلى في اختيار تشكيلة الأسهم التي يتم من خلالها بناء المحفظة الكفوءة، اذ تكونت عينة الدراسة أسهم 31 شركة المدرجة في سوق الأسهم العراقية) وللفترة من يناير 2015 الى ديسمبر 2019، وقد توصلت هذه الدراسة بناء محفظة خاملة متمثلة في استراتيجية الشراء والاحتفاظ تحقق افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة وتحقيق عائد وأداء يجاري عائد وأداء المحفظة المرجعية، بل تفوقت الاستراتيجية المعنية على المحفظة المرجعية من خلال النتائج الحالية وهذا يعتبر اضافة هامة يمكن الاعتماد عليها للاستثمار في هذه الاستراتيجية.

الكلمات المفتاحية: المحفظة الكفوء، استراتيجية الشراء والاحتفاظ، العائد، المخاطرة.

Abstract:A sound investment strategy relies not only on buy and hold but also on creating a well-diversified portfolio that fits your risk profile. This portfolio should include both stocks and bonds, as well as other assets such as real estate and commodities. A successful investment portfolio must be able to withstand market fluctuations and generate consistent returns over time. Where this study aims to build a portfolio of securities through the strategy of purchase and retention and achieve a high rate of return and a decrease in the rates of risk to which the portfolio is exposed. Through which to build an efficient portfolio, as the study sample consisted of shares of 31 companies listed in the Iraqi stock market) and for the period from January 2015 to December 2019, this study concluded building an inactive portfolio represented in the purchase and retention strategy that achieves the best trade-off between return and risk and achieve a return and a performance that matches the return and the performance of the reference portfolio. Rather, the concerned strategy

outperformed the reference portfolio through the current results, and this is considered an important addition that can be relied upon to invest in this strategy.

Keywords: efficient portfolio, buy and hold strategy, return, risk.

1- المقدمة Introduction

يمكن أن يوفر الاستثمار في سوق الأسهم عوائد مجزية على المدى الطويل. ومع ذلك ، فإن بناء محفظة استثمارية ناجحة يتطلب أكثر من مجرد شراء الأسهم والأمل في الأفضل. لتحقيق محفظة متوازنة وفعالة ، يحتاج المستثمرون إلى تنفيذ استراتيجية شراء وتملك سليمة. يتضمن هذا تحديد الأسهم ذات الإمكانات القوية للنمو والاحتفاظ بها لفترات طويلة من الوقت ، بدلاً من البيع في وقت قريب جدًا. ويعتبر (Fama Eugene) صاحب نظرية فرضية السوق الكفوءة ونظرية السير العشوائي من الاوائل مؤيدي استراتيجية ادارة المحفظة الخاملة، ان اسعار الاوراق المالية الكفوءة تعكس جميع المعلومات المتوفرة والمتعلقة بالسوق وبالتالي فهي محصلة اراء جميع المستثمرين وتكون دائما عادلة وبالتالي من المستحيل التغلب على السوق بشكل غير عشوائي، عندما يتم البحث عن الاوراق المسعرة او المقومة بأقل من قيمتها او عملية توقع تحركات السوق يكون عديم الفائدة، لأنها تعكس جميع المعلومات في اسعار الاوراق المالية ، و بالتالي من المستحيل التغلب على السوق.

حيث تتضمن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ السليمة أكثر من مجرد اختيار الأسهم الواعدة، ويجب على المستثمرين أيضًا التفكير في التنويع واتجاهات الصناعة والمناخ الاقتصادي العام. وتتمثل إحدى الطرق الفعالة لتنفيذ هذه الاستراتيجية في استخدام التحليل الأساسي لتحديد الشركات ذات التمويلات المالية القوية والميزة التنافسية في صناعتها. بالإضافة إلى ذلك ، حيث يجب على المستثمرين مراقبة محافظهم المالية بانتظام وإجراء التعديلات حسب الحاجة لضمان توافق استثماراتهم مع أهدافهم طويلة الأجل. ويمكن أن تكون استراتيجية الشراء والاحتفاظ فعالة للغاية في سوق الأسهم. من خلال الاستثمار في الأسهم ذات الإمكانات القوية للنمو والاحتفاظ بها لفترة طويلة من الزمن ، ويمكن للمستثمرين الاستفادة من قوة المضاعفة. وهذا يشمل كلاً من أرباح الأسهم المعاد استثمارها وأرباح رأس المال. من المهم أن تضع في اعتبارك أن هذه الاستراتيجية تتطلب الصبر والانضباط ؛ يجب أن يقاوم المستثمرون الرغبة في البيع في وقت مبكر جدًا ، وبدلاً من ذلك يتمسكون باستثماراتهم من خلال تقلبات السوق.

الفصل الاول / منهجية البحث والدراسات السابقة

المبحث الاول / منهجية البحث

اولا/ مشكلة البحث Research problem

عندما يتعلق الأمر بصياغة محفظة استثمارية ناجحة ، فإن مجموعة متنوعة من الأصول أمر أساسي. يجب أن تتكون المحفظة الشاملة من استثمارات في صناعات وقطاعات مختلفة ، والتي يمكن أن تساعد في تخفيف المخاطر وتعظيم العوائد. كما ذكرنا سابقًا ، ويعد البحث الدقيق والشامل أمرًا حيويًا أيضًا لبناء استراتيجية استثمار قوية. بالإضافة إلى ذلك ، يمكن أن يساعد الحفاظ على نهج متوازن ومنضبط في ضمان النجاح على المدى الطويل. وان عملية التخصيص الأمثل للموجودات المالية والمادية تعتبر مسألة حاسمة في عملية اختيار الاستراتيجية المناسبة للاستثمار بهدف تحسين معدلات العائد وتخفيض المخاطرة التي يتحملها المستثمر، وان الافتراضات الاساسية لنظرية المحفظة الحديثة بتحقيق اعلى عائد بدرجة مقبول من المخاطرة تشكل معضلة بحد ذاتها ومحاولة للجمع بين المتناقضات لان العوائد العالية ترتبط بالضرورة بمخاطرة عالية، ومن هنا تبدأ مشكلة هذه الدراسة التي تحاول الوصول الى فرص نجاح استراتيجية الشراء والاحتفاظ ، حيث تهدف ادارة محافظ الاوراق المالية في السوق المالي الى تحسين النتائج من خلال الحصول على اعلى العوائد عند مستوى معين من المخاطر، ومن ثم فأن هذا الاختيار من الممكن ان يثير التساؤلات الاتية :

1- هل يمكن بناء المحفظة الاستثمارية باستخدام استراتيجية الشراء والاحتفاظ؟

2- هل ان استراتيجية الشراء والاحتفاظ تحقق اداء يماثل محفظة السوق؟

3- هل يمكن تحسين خصائص واداء المحفظة الاستثمارية من خلال استراتيجية الشراء و الاحتفاظ؟

ثانيا/ أهمية البحث Research importance

تأتي اهمية البحث للتعرف على اهم العوامل المؤثرة التي تسهم في بناء محفظة الاوراق المالية، وان استراتجية الشراء والاحتفاظ تعد من اهم الادوات المالية التي تهدف الى تحقيق افضل عائد وتقليل حجم المخاطرة، حيث تسهم هذه الاستراتيجية في تقليل المخاطر التي تتعرض لها المحفظة الاستثمارية، اذ تعد من اهم الادوات المالية التي يستخدمها المستثمر بهدف تحقيق اعلى عائد وتخفيض حجم المخاطرة، اضافة الى ذلك تسعى هذه الدراسة الى تقديم نموذج يجمع بين النظرية والتطبيق يساعد ويرشد المستثمرين الراغبين في الاستثمار في سوق الاسهم العراقية في كيفية اختيار تشكيلة الأسهم الافضل لمحافظهم الاستثمارية .

ثالثا/ أهداف البحث Research goals

1- تهدف هذه الدراسة الى بناء محفظة الاوراق المالية وتحقيق معدل عائد عالي وانخفاض بمعدلات المخاطرة التي تتعرض لها المحفظة .

2- تقديم نموذج يجمع بين النظرية والتطبيق يثبت صحة الافتراضات التي تقوم عليها المحفظة الخاملة متمثلة في استراتيجية الشراء والاحتفاظ من خلال معدلات العائد والمخاطرة والتي تجاري معدلات العائد والمخاطرة على محفظة السوق وامكانية التفوق عليها.

3- يهدف البحث على التعرف على الادارة الخاملة متمثلة في استراتيجية الشراء والاحتفاظ وأهميتها في بناء محفظة الاوراق المالية.

4- تحليل وبناء محفظة الاوراق من خلال الشركات المدرجة عينة البحث في مؤشر سوق الاسهم العراقية اضافة الى تحليل عوائد ومخاطر الشركات والسوق .

رابعا/ فرضيات البحث Research hypotheses

1- لا يمكن بناء المحفظة الاستثمارية في ظل استراتيجية الشراء والاحتفاظ.

2- ان استراتيجية الشراء والاحتفاظ لا تتيح للمستثمر امكانية تحقيق عائد يفوق او يجاري محفظة السوق .

3- لا يمكن تحسين خصائص واداء المحفظة الاستثمارية في ظل استراتيجية الشراء والاحتفاظ ؟

خامسا/ حدود البحث Research limits

قد شملت حدود الدراسة الحالية مجتمع سوق الأسهم العراقية تحديداً (ISX) وللفترة من يناير 2015 الى ديسمبر 2019 اما عينة الدراسة فقد شملت أسهم الشركات المدرجة في مؤشر سوق العراق للاوراق المالية.

سادسا/ عينة البحث Research sample

شملت عينة البحث الحالي أسهم الشركات المدرجة في سوق لعراق للاوراق المالية ، اذ تكونت من 5 قطاعات ، بالإضافة الى الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، وتكونت من 31 شركة مدرجة في المؤشر الأكبر تداول والاعلى من حيث القيمة السوقية ، وللفترة من يناير 2015 الى ديسمبر 2019 وكما موضح بالجدول الاتي:

الجدول(1) عينة البحث (الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية)

ت	القطاعات		
قطاع المصارف		قطاع التأمين	
1	التجاري العراقي	9	الامين للتأمين
2	المصرف الاسلامي	10	دار السلام للتأمين
3	مصرف اشور	11	الاهلية للتأمين
4	الاهلي العراقي	قطاع الصناعة	
5	مصرف بابل	12	العراقية للسجاد
6	مصرف بغداد	13	بغداد لمواد التغليف
7	الشرق الاوسط	14	بغداد للمشروبات الغازية
8	الاستثمار العراقي	15	انتاج الالبسة
قطاع الفندقة والسياحة		16	المعدنيةوالدراجات
23	الاستثمارات السياحية	17	العاب الكرخ
24	سد الموصل	18	المعمورة العقارية
25	السدير	19	النخبة للقاولات
26	فندق بغداد	20	بغداد للركاب
27	فندق بابل	21	الصناعات الكمياوية
28	فندق كربلاء	22	الكندي للقاحات
قطاع الزراعة			
29	الحديثة		
30	العراقية للبذور		
31	المنتجات الزراعية		

المصدر: من إعداد الباحث.

سابعا/ الاساليب الاحصائية والرياضية المستخدمة في الدراسة

1- العائد على الأسهم العادية تم احسابه وفق المعادلة الاتية:

$$R_{it}=LN(pt) - LN(pt-1)$$

R_{it} = عائد الورقة المالية (i) في الفترة (t).

Pt = متوسط سعر السهم (i) في الفترة (t).

Pt -1 = متوسط سعر السهم (i) في المدة (t-1).

LN= اللوغاريتم الطبيعي.

2- حساب عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية الخاملة:

أ- حساب عائد المحفظة الخاملة:

$$= 1/\,N\sum_{l=1}^{n}\alpha i + 1/N\sum_{i=1}^{n} = 1\beta i\,\overline{R}\,m\overline{R}\,p$$

ب- حساب مخاطرة المحفظة الخاملة:

$$= [\sum_{i=1}^{n} \mathbf{1}/N\,\boldsymbol{\beta}_i^2]\sigma_m^2 + \left(\frac{1}{n}\right)^2 \sum_{i=1}^{n} \boldsymbol{\alpha}_{ei}^2\,\boldsymbol{\sigma}_p^2$$

اذ ان :

$\overline{R}\,p$ = العائد المتوقع للمحفظة الخاملة.

σ_i^2 = المخاطرة الكلية للأسهم .

αi = العائد الفائض غير المرتبط مع تحركات السوق.

β_i^2 = الميل درجة حساسية الأسهم للتغيرات الحاصلة في السوق .

σ_m^2 = الانحراف المعياري للسوق.

α_{ei}^2 = تباين الورقة المالية غير المرتبط مع تحركات السوق (المخاطرة غير النظامية)

3- الانحراف المعياري : وقد تم حسابة وفق المعادلة الاتية :

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum(Ri-\overline{R}\,i)^2}{N-1}}$$

اذ ان :

Ri= العاد المتحقق.

$\overline{R}\,i$ = الوسط الحسابي للعائد المتحقق.

N = عدد المشاهدات.

4- حد القطع (CAT OFF) اذ تم حسابه وفق الصيغة الرياضية الاتية:

$$\mathbf{Ci} = \frac{\boldsymbol{\sigma_m^2}\ \sum_{j=1}^{i} \frac{(Ri-Rf)\beta i}{\sigma^2 ei}}{\mathbf{1} + \boldsymbol{\sigma_m^2}\ \sum_{j=1}^{i} \frac{\beta 2i}{\sigma^2 ei}}$$

Rf = معدل الفائدة الخالي من المخاطرة.

β_i^2 = مربع بيتا السهم .

σ_m^2 = التباين العائد على محفظة للسوق.

α_{ei}^2 = تباين عائد السوق غير المرتبط مع تحركات السوق .

5- نسبة الاستثمار المخصصة لكل سهم تستخرج وفق المعادلة الاتية:

$$Wi = \frac{Zi}{\sum Zi}$$

6- قيمة Z تستخرج وفق المعادلة الاتية :

$$Z_i = \frac{\beta i}{\sigma_{ei}^2}\left(\frac{\overline{R} - Rf}{\beta i}\right) - C^*$$

7- مقياس شارب : وقد تم حسابه وفق المعادلة الاتية :

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{\overline{R}_p - R_f}{\sigma_p}$$

اذ ان :

$\overline{R}_p$ =متوسط عوائد المحفظة = العائد المتوقع للمحفظة

R_f = العائد الخالي من المخاطرة

σ_p = الانحراف المعياري

المحور الثاني/ الاطار النظري للمحفظة الاستثمارية

اولاً/ المحفظة الاستثمارية الكفوءة

ان مفهوم المحفظة المالية او الاستثمارية يشير الى مزيج من ادوات مالية مركبة من الموجودات المختلفة من حيث النوع والهدف والكم ، وان اهم ميزة للمحفظة الاستثمارية هي تحقيق اعلى عائد ممكن مع تقليل المخاطر الى ادنى مستوى (Gitmin,2009:250) . وان هذه الفلسفة تنطلق من طبيعة سلوك وقرارات المستثمر فيما يتعلق بالموازنة بين العائد والمخاطرة. ويعد markowitz الاب الرسمي لنظرية المحفظة الاستثمارية، اذ قام بنشر مقالته بعنوان اختيار المحفظة في مجلة التمويل يوضح فيها تفاصيل المحفظة وبعدها قام بتقديم كتاب بخصوص ذلك تحت عنوان (اختيار المحفظة : التنويع الكفوء للاستثمار)، وركز فيه على اهمية الوسط – التباين) لأي موجود واثبات ضرورة وجود تباين ثابت مع تعظيم العائد المتوقع وامتلاك عائد متوقع ثابت مع تقليل التباين، وبعدها قام markowitz بصياغة الحد الكفوء الذي يساعد المستثمرين في اختيار المحفظة المثلى اعتمادا على تفضيلاتهم للعائد والمخاطرة وضرورة حساب معامل الارتباط بين الاوراق المالية داخل المحفظة.(Hakim& Mithaq & Noor,2017:90) ، والمحفظة الكفوءة

هي المحفظة اعلى عائد ممكن بأقل مخاطرة ممكنة وذلك من خلال التنويع الذي يعتبر من اهم الجوانب الرئيسية في ادارة المحفظة الاستثمارية الذي ركزت عليه نظرية المحفظة التقليدية والحديثة (Mcmenamin,2002;208)، وتسعى المحفظة الاستثمارية الى تحقيق مجموعة من الاهداف منها:

1- المحافظة على رأس المال الاصلي : ويعتبر من اهم واجبات المدير حيث يجب عليه ان يحافظ على رأس المال الاصلي وان لا تصل اليه أي خسائر من خلال استخدام اسس علمية في اختيار الاوراق المالية وذلك للموازنة بين الربح والخسارة بين هذه الاوراق.

2- تعظيم الارباح : حيث يعتبر الهدف من استخدام المحفظة هو زيادة معدل ارباح الشركة قياسا بالارباح التي تحققها سنويا حيث ان هذه الزيادة سوف تقلل من المخاطر المحتملة .

3- التنويع : ان التنويع يؤدي الى تقليل مخاطر فقدان رأس المال.

4- السيولة : تعتبر المحفظة هي المصدر الرئيسي للسيولة وذلك لمواجهة أي التزامات او ديون تواجه الشركة، حيث ان السيولة تقلل من مخاطر العسر المالي والافلاس.

5- تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي : وذلك من خلال حيازة مجموعة مختلفة ومتنوعة من الاسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفوء (Saed&Mohmmed,2014;7).

وقد قام الاقتصادي الامريكي هاري ماركويتز(1952،1959) بوضع نظرية المحفظة الاستثمارية، حيث وضح أن هناك علاقة ما بين العائد المتوقع للاستثمار وبين مستوى المخاطرة و يمكن اعتبار ماركويتز أول من قدم طريقة قياس كمية لحساب كل من عائد و خطر المحافظ الاستثمارية . للوصول إلى العائد المتوقع الأمثل ضمن مستوى مخاطر معين (Damghanu,2013:) وقد قامت نظرية المحفظة الحديثة على مجموعة من الافترضات منها:

أ- ان المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من ذلك الاستثمار عبر الزمن.

ب- يتم تقدير المخاطر من طرف المستثمرين على أساس تغيير العوائد المتوقعة .

ج- تكاليف المعاملات في البورصة والضرائب والرسوم معدومة .

د- المتعاملون لهم توقعات متجانسة .

هـ - المستثمر غير محب للمخاطرة .

و- كل المستثمرين لهم نفس القياس .

ي- يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة .

ويعتبر تنويع المحفظة الاستثمارية اساس نظرية المحفظة، اذ ان هناك العديد من العوامل المختلفة التي تسبب المخاطر أو تؤدي إلى تغير في عوائد الاستثمار الفردي، تشمل العوامل التي قد تؤثر على المخاطر في أي أداة استثمارية معينة عدم التأكد بشأن الدخل وأسعار الفائدة والتضخم وأسعار الصرف ومعدلات الضرائب وحالة الاقتصاد ومخاطر التخلف عن السداد ومخاطر السيولة (مخاطر عدم القدرة على البيع على الاستثمار). بالإضافة إلى ذلك سيقوم المستثمر بتقييم مخاطر استثمار معين (محفظة) في سياق أنواع أخرى من الاستثمارات التي قد تكون مملوكة بالفعل، مثل حصص في صناديق التقاعد، و بوالص التأمين على الحياة مع مكونات الادخار، والممتلكات. تتمثل إحدى طرق التحكم في مخاطر المحفظة في التنويع، حيث تتم الاستثمارات في مجموعة متنوعة من الموجودات بحيث يكون التعرض لمخاطر أي ورقة مالية معينة محدودا. يعتمد هذا المفهوم على القول المأثور القديم "لا تضع كل بيضك في سلة واحدة" (Brentani, 2003:20).

تنوع المحفظة في كثير من الأحيان يسمع المرء المستثمرين يتحدثون عن تنويع محفظتهم الاستثمارية، بهذا يعني المستثمر إنشاء محفظة بطريقة تقلل من مخاطر المحفظة دون التضحية بالعائد. هذا بالتأكيد هدف يجب على المستثمرين السعي إليه. على سبيل المثال، قد يجادل المستثمر بأن المحفظة يجب أن يتم تنويعها من خلال الاستثمار في الأسهم والسندات والعقارات. في حين أن ذلك قد يكون معقولاً.

قبل تطوير نظرية المحفظة، بينما كان المستثمرون يتحدثون في كثير من الأحيان عن التنويع في هذه المصطلحات العامة، لم يكن لديهم الأدوات التحليلية للإجابة على بعض الأسئلة .لا يمكن أن يحمي التنويع بين الشركات في صناعة واحدة من العوامل غير المواتية التي قد تؤثر على الصناعة بأكملها؛ هناك حاجة إلى تنويع إضافي بين الصناعات لهذا الغرض. كما لا يمكن للتنويع بين الصناعات أن يحمي من العوامل الدورية التي قد تضغط على جميع الصناعات في نفس الوقت ومن الإسهامات الرئيسية لنظرية اختيار الحافظة أن استخدام المفاهيم التي نوقشت أعلاه، هو إجراء قياس كمي لتنويع الحافظة، وهذا هو المقياس الذي يمكن استخدامه لتحقيق أقصى قدر من فوائد التنويع. وتعنى استراتيجية تنويع ماركويتز في المقام الأول بدرجة التباين بين عائدات الموجودات في المحفظة. والواقع أن المساهمة الرئيسية لتنويع ماركويتز هي صياغة مخاطر الموجودات من حيث حافظة الموجودات، وليس في عزلة. يسعى تنويع ماركويتز إلى الجمع بين الموجودات في المحفظة والعوائد التي هي أقل من ارتباط إيجابي تماما، في محاولة لخفض مخاطر المحفظة (التباين) دون التضحية بالعائد. إن الحرص على الحفاظ على العائد مع خفض المخاطر من خلال تحليل التباين بين عائدات الموجودات، هو الذي يفصل تنويع ماركويتز عن النهج الساذج للتنويع ويجعله أكثر فعالية. (Fabozzi & Harry,2011:56)

1- عائد الاوراق المالية

1- مفهوم العائد

يعد العائد هدف اساسيا وأمرا ضروريا لاستمرارية الشركات وبقائها وغاية يسعى اليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع الشركة ويعد اداة مهمة لقياس الكفاءة في استخدام الموارد المتاحة لذ ان جهود الادارة المالية الكبيرة في المنظمة يستثمر بالدرجة الاولى نحو الاستخدام الامثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق افضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه في الاستثمارات البديلة التي تتعرض لدرجة المخاطرة، نفسها (Zahraa&Hakem,2016:149) في حين عرف العائد هو عبارة عن مجموعة المكاسب او الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني ان العائد هو مقدار الاموال المضافة الى رأس المال الاصلي الذي يؤدي الى تعظيم الثروة .(احلام و زوبير، 388:2017)

او هو الارباح او الخسائر الكلية المتوقعة من أي استثمار خلال مدة محددة من الزمن والمحسوب من خلال قسمة التوزيعات النقدية للموجود مضاف اليها مقدار التغير في القيمة على القيمة الاولية للاستثمار في بداية المدة اما (feibel) فقد عرف العائد بأنه " قيمة الفرق بين القيمة الاولية للاستثمار والقيمة النهائية خلال مدة من الزمن" .(ماجد، 44:2019)

2- انواع العائد

أ- العائد الفعلي (المتحقق) Return Actual: وهو العائد الذي يحقق المسهم فعلا نتيجة لامتلاكه او بيعه لأداة من ادوات الاستثمار(رافعة و رغد، 145:2019) ويحسب هذا العائد من خلال المعادلة الآتية :

$$Ri = \frac{(P1 - P0) + D}{P0}$$

Ri = العائد الفعلي(المتحقق)

P1-P0 = تغيرات سعر السهم في السوق (سعر الاستثمار في نهاية الفترة مطروحا منه كلفة الاستثمار)

D= مقسوم الارباح

ويكون الغرض منه توفير اساس للقرارات الاستثمار المستقبلية او قرارات الاكتتاب وتقييم المشاريع .(حيدر، 209:2016)

ب- العائد المتوقع : وهو العائد الذي يستطيع المستثمر التنبؤ به او يكون قابل للتوقع اعتماداً على المعلومات التي يملكها حول السهم المراد الاستثمار به والتي تبنى على اساس حالة السوق التي يتعامل فيها والعناصر المؤثرة فيه على عائد السهم المعني ومن ثم تقدير هذا العائد وفق هذه المعطيات .(فراس، 236:2014) ويتم حساب العائد المتوقع حسب الصيغة التالية :- (Akar&asst,2019:204)

$$E(r) = \sum_{t=1}^{n} R \times Pr$$

Er = العائد المتوقع

R = مجموع العائد الممكن خلال الفترة

Pr = احتمال حدوث العائد

ت- العائد المطلوب :

هو ذلك العائد الذي يسعى ويرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة لتضحية بأمواله وعادة ما يكون هذا العائد ملائما لمستوى المخاطر القابلة له، أو التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار، ويتكون هذا العائد المطلوب من جزئيين هما العائد الخالي من المخاطر وبدل المخاطرة .(Salmani,2014:148)، ويحسب وفق نموذج (CAPM):

$$Ri = Rf + Bi\ (Rm - Rf)$$

Ri = العائد المطلوب

Rf = العائد الخالي من المخاطرة

Bi = مقدار حساسية السهم للمخاطرة النظامية

Rm = عائد السوق (AL-Timimi,2019:310)

2- عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية

من المعروف انه وراء كل عملية استثمارية تحقيق عائد بأقل مخاطرة، ومع ذلك فإن الاستثمار في الاوراق المالية ذات العائد الاعلى والتي تنطوي على مقدار مخاطر عالية يمكن ان يؤدي الى خسارة المستثمر لثروته كلها .

1- عائد المحفظة الاستثمارية Portfolio return

أن عائد المحفظة R_p هو عبارة عن المتوسط الموزون (المرجح) لعوائد الاستثمارات (الاوراق) المكونة للمحفظة . (محمود، 205:2007)

، عائد المحفظة = مجموع عوائد الاوراق مرجحة بأوزانها الاستثمارية.

$$R_P = \sum_{i=1}^{n} wi.Ri$$

حيث : R_p : عائد المحفظة .

w_i : نسبة الاستثمار بالورقة الى اجمالي الاستثمار بالمحفظة (الوزن) .

Ri : عائد الورقة.

2- مخاطر المحفظة الاستثمارية Portfolio Risk

ان المخاطر تدل على احتمال تحقق توقعات الخسارة او عدم التأكد من العائد المتوقع تحقيقه مستقبلا من الاستثمار .

وكما ان قرار الاستثمار المالي اي قرار تكوين المحفظة استثمارية للأوراق المالية فلا بد وأن يقع في ظل تحليل العوائد المتوقعة والمخاطر المتوقعة ايضاً، فهنالك استثمارات في موجودات مالية تكون درجة مخاطرتها مساوية للصفر كما في اذونات الخزينة التي تتميز بثبات عوائدها وارتفاع درجة التأكد للحصول على تلك العوائد بموعدها المحدد وعدم تغيرها في مدة الاستثمار، على عكس الموجودات المالية التي تنخفض فيها درجة التأكد وترتفع درجة المخاطرة اتجاه عوائد الشركات المصدرة لتلك الموجودات بسبب تباين عوائدها صعودا وهبوطا من مدة زمنية لأخرى، وللوقوف على ابرز الجوانب المرتبطة بارتفاع درجة المخاطرة لابد ان نتعرف على نوعين منها وهي :

أ- المخاطر اللانظامية Unsystematic Risk

تسمى ايضا المخاطر الخاصة او غير السوقية، وتكون على شكل تقلبات بالعائد المتوقع من الموجود المالي وتنشأ بسبب ظروف خاصة بالشركة المصدرة لتلك الموجودات تتمثل بسوء الادارة او الاضطرابات العمالية ونوع القيود التي تفرضها الحكومة على الشركات ودرجة المنافسة لمنتجات تلك الشركة، وبسبب ان هذا النوع يخص كل شركة على حدة وبهدف عدم انتقاله الى المحفظة تم التخلص منه بالتنويع .

ب- المخاطر النظامية Systematic Risks

وتسمى ايضا المخاطر العامة او الاعتيادية لأنها لا تخص فقط الشركة المصدرة لتلك الموجودات . وتنشأ بسبب بعض العوامل الاقتصادية على المستوى الكلي مثل تغير معدلات الفائدة وتغير القوة الشرائية والدين الخارجي والمحلي ومخاطر الدورات التجارية المؤثرة في الحالة الاقتصادية العامة . فأن هذا النوع من المخاطر لا يمكن التخلص منه بالتنويع، اذ يتم حساب مقدار معامل اختلاف بيتا والذي يمكن من خلاله حساب علاوة المخاطرة وما يقابلها من عائد اضافي يتم تحقيقه مستقبلا .(حيدر، 174:2018)

جـ - المخاطر الكلية Total Risk

تعرف المخاطر الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار سواء كان ذلك استثماراً في اوراق مالية او أي مجال استثمار آخر، ويشمل كل من المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية أي انها مجموع التباين في معدل العائد المتحقق عن المتوقع والناتج عن مجموع المخاطرتين .(حاكم و ليلى، 43:2010)

ثانياً/ السوق الكفوءة وادارة المحافظ الخاملة

1- مفهوم السوق الكفوء The efficient market

ان العلاقة بين اسعار الاوراق المالية وبين البيانات المالية المتعلقة بالمشروع الذي قام بإصدار هذه الاوراق تكتسب اهمية كبيرة بين فئات عديدة مثل ادارة المشروع التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية والمراجعين الذين يقومون باعتماد هذه القوائم والمستثمرين الذين يقومون بشراء وبيع الاوراق المالية والمنافس ان كل فئة من هذه الفئات ولأسباب مختلفة تهتم بأسعار الاوراق المالية وبتأثير المعلومات على هذه الاسعار حيث يرتبط بأسعار الاوراق المالية نتائج اقتصادية يتأثر بها المجتمع ككل .(محمد،81:2017)

يعرّف جنسن (1978) كفاءة السوق على النحو التالي السوق الكفوء فيما يتعلق بمجموعة المعلومات Xt إذا كان من المستحيل تحقيق أرباح اقتصادية من خلال التداول على أساس مجموعة المعلومات Xt. تم توفير تعريف وثيق الصلة بكفاءة السوق من قبل Malkiel (1992) يقال إن سوق رأس المال يتسم بالكفاءة إذا كان يعكس بشكل كامل وصحيح جميع المعلومات ذات الصلة في تحديد أسعار الأوراق المالية (Timmermann&Clive,2004:16) ، ويصف نموذج السوق الكفوء حالة التوازن لأسواق رأس المال الكفوء. السوق الكفوء تماما هو السوق الذي تكون فيه المعلومات الجديدة متاحة على الفور وبدون تكلفة لجميع المستثمرين والمستثمرين المحتملين، وتكون تكلفة الإجراء (تكاليف المعاملات والضرائب وما إلى ذلك) صفرا. (Vasicek,2015:170)، وقد أصبحت المعلومات المالية متاحة بسهولة أكبر للمشاركين في السوق، وانخفضت تكاليف التداول بشكل كبير، وساهمت التكنولوجيا في تسريع وتيرة عمل الأسواق يمكن تداول الأسهم السائلة مئات المرات في خمس دقائق.(Busse&T.Clifton,2002:416).

لا يزال التعرف على أنماط السوق أحد أكثر الإنجازات في النظرية والممارسة المالية، بالنظر إلى الأرباح ونسبة المخاطر، يسعى المستثمرون إلى تحسين محافظهم الاستثمارية. مع تطور تكنولوجيا المعلومات، يتم منح المستثمرين فرصا لتحسين أدوات صنع القرار وتداول أسرع. تمت صياغة نظرية فرضية السوق الكفوء (EMH) في الستينيات من قبل بول ساموبلسون ويوجين فاما. هناك نوعان من التداعيات الهامة لفرضية السوق الكفوء (EMH). جميع تحركات الأسعار عشوائية وجميع المعلومات الأساسية مدرجة بالفعل في سعر الموجود المالي. جادل مطورو EMH و Fama و Samuelson بأن سلوك سعر السوق العشوائي كان نتيجة اتخاذ قرار عقلاني. اعتمادًا على قوتها، من الممكن التمييز بين الاختلافات في فرضية السوق الكفوء (EMH) .(Novak,2019:4)

ثانيا/ اشكال السوق الكفوء

أ- الشكل الضعيف ينص هذا النوع على أن المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين هي الأسعار التاريخية للأسهم وتاريخ التداول فيها. يترتب على هذا النوع انتفاء إمكانية الحصول على ربح عن طريق التحليل الفني والذي يعتمد على دراسة اتجاهات أسعار الأسهم. ، حيث تكون مجموعة المعلومات الفرعية هي الأسعار التاريخية . كانت كفاءة الشكل الضعيفة هي الأكثر دراسة على نطاق واسع والأكثر إثارة للجدل. يشير التعريف إلى أنه إذا كان السوق ضعيف الكفاءة، فيجب أن تتبع عوائد الأسهم مسيرة عشوائية، مما يؤدي إلى عدم ارتباط الأسعار بشكل متسلسل. (Boya,2019:156) يؤكد الشكل الضعيف لفرضية السوق الكفوء أن سعر السهم الحالي يتضمن فقط تلك المعلومات الواردة في التاريخ السابق للأسعار. في هذه الحالة، لا ينبغي أن يكون المرء قادرًا على الاستفادة من استخدام المعلومات المتاحة للجميع .(Rossi,2015:286)

ب- الشكل شبه القوي ينص هذا النوع على أن المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين - بالإضافة إلى الأسعار التاريخية للأسهم وتاريخ التداول فيها - هي التوقعات المستقبلية لأداء الشركات المدرجة في السوق. يترتب على هذا النوع انتفاء إمكانية الحصول على ربح عن طريق التحليل الأساسي والذي يعتمد على دراسة أداء الشركات الربحي وتوقعاته. .(Marwala&Evan,2017:102)

ت- الشكل القوي ينص هذا النوع على أن كل المعلومات المتعلقة بالشركات، سواء كانت معلومات علنية أو خاصة، متاحة لكافة المستثمرين في السوق. يترتب على هذا النوع انتفاء إمكانية الحصول على ربح عن طريق الحصول على معلومات داخلية من الشركات . تتكون مجموعة المعلومات من جميع المعلومات العامة (والتاريخية). في

حالة عدم وجود احتكاكات، يجب أن يؤدي النشر العام للمعلومات الجديدة إلى إحداث تغيير فوري وكامل في أسعار الموجودات. إذا كانت المعلومات التي تم إصدارها متوقعة جزئيا أو كليا، فقد يتم دمج قيمة الإصدار في أسعار الموجودات قبل الإعلان الفعلي. (Born&Clark,2017:104) ، يفترض الشكل القوي أيضًا ، من حيث المشاركين في السوق، أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا تجارية متوقعة أعلى من الآخرين بسبب الوصول الاحتكاري إلى المعلومات.(Finnerty,1976:1141)

ثالثا/ اساليب ادارة المحافظ الخاملة Portfolio management techniques

حيث تتفرع الى ثلاثة انواع رئيسية لإدارة المحفظة الخاملة وهي :

1. النسخ المتماثل الكامل Full Replication

حيث يقوم هذا الاسلوب شراء جميع الاوراق المالية التي ستدخل في تركيبة المحفظة لمؤشر بنفس النسبة كما في المؤشر العام للسوق المالي. لكن هذا يزيد من حجم المحفظة، أي إجمالي عدد الأسهم في المحفظة. قد يؤدي هذا أيضًا إلى زيادة تكلفة المعاملة نسبيًا. لكنها قد لا تحقق نتائج مثلى لكثرة النفقات التي تتحملها ادارة المحفظة من شراء جميع الاوراق المالية. (chawda&Bharat,2015:4138)

2. النسخ المتماثل عن طريق أخذ العينات الطبقية

تعتمد استراتيجية أخذ العينات الطبقية على تقنية أخذ العينات الطبقية، وعمليتها ليست معقدة. ويطبق هذا الاسلوب على ادارة المحفظة الخاملة، تقسم استراتيجية أخذ العينات الطبقية الموجودات في مؤشر إلى عدة فئات. لكل فئة، يتم اختيار الموجودات التمثيلية في تتبع المحفظة وفقًا لبعض القواعد. يتم تحديد أوزان الاستثمار على الموجودات الفردية من خلال صياغة وحل بعض مشكلات التحسين. تهدف استراتيجية أخذ العينات المحسّنة إلى تقليل خطأ التتبع بين محفظة التتبع والفهرس، وفي الآونة الاخيرة يفضل استخدام الباحثون ومديرو المحافظ الاستراتيجية اخذ العينات.(Wang&yu-Hong,2018:2)

3. تقليل تتبع الأخطاء

تسمح لنا نماذج المخاطر بتكرار المؤشرات من خلال إنشاء محافظ تتبع أخطاء الحد الأدنى. تعتمد هذه النماذج على التقلبات التاريخية والارتباطات بين العوائد على فئات الموجودات المختلفة أو عوامل الخطر المختلفة في السوق. يستخدم نهج Minimization Variance البيانات التاريخية لتقدير تباين خطأ التتبع لكل مشكلة في الفهرس، ثم يستخدم ذلك لتقليل التباين الإجمالي لخطأ التتبع. نظرًا لأنه من الصعب الحصول على بيانات كافية عن كل أمان، فإن هذا النهج صعب للغاية. كونه يعتمد على التغيرات السابقة او التاريخية في الاسعار.(Martellini & Stéphane, 2003:213)
(

رابعا/ استراتيجيات الادارة الخاملة The Passive management strategy

1- استراتيجية الشراء والاحتفاظ Buy & Hold Strategy

هي احدى صور الإدارة الخاملة حيث تقوم على الشراء والاحتفاظ طويل الاجل لمكونات المحفظة التي تحقق هدف المستثمر في اطار مستوى المخاطرة التي يكون مستعد لتحملها ، كما يقوم المستثمر باجراء تغيير في مكونات المحفظة كلما كانت ضرورة لذلك ، كأن يبدي قدرة على تحمل مخاطرة اكبر او مخاطرة اقل ، ولا يعد توقيت الدخول او الخروج من السوق مشكلة في ظل هذه الاستراتيجية طالما ان أسعار الأوراق المالية في السوق تعكس قيمتها العادلة ، وانما يكون البيع والشراء في حالة الرغبة في تغيير مكونات المحفظة او الحاجة الى النقود (السعدي،2020: 6) تعتمد استراتيجية الشراء والاحتفاظ على فرضية السوق الفعالة (EMH)، والتي تقول أن أسعار الأسهم تعكس بالكامل جميع المعلومات المتاحة في أي وقت، لذلك لا فائدة من التداول. أثبت عدد من العلماء صحة نظام EMH.

(Hui&chan,2014:169) تتمتع استراتيجية الشراء والاحتفاظ بمزايا ضريبية. يتم فرض ضرائب على المتداول في شريحة ضريبية أقل، نظرًا لأن استراتيجية الشراء والاحتفاظ غالبا ما تتطلب أفقا زمنيا أكبر من عام واحد. يمكن أيضا تخفيض عمولات التداول. يسمح للمتداول باستثمار مبالغ كبيرة من المال بأقل تكلفة. من خلال تداول عدد أقل من الأسهم وعدم الاهتمام بنفسه مع كل حركة سعرية، فإنه يسهل على المتداول اتباع خطة التداول الخاصة به والبقاء في المسار .(Ling&rusnah,

المحور الثالث/ الجانب التطبيقي للبحث

اولا/ تحليل العوائد والمخاطر للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية

1- تحليل العوائد :

يبن الجدول (1) معدلات العائد والمخاطروالالفا والبيتا والمخاطرة الكلية والمخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية للشركات عينة البحث الحالي، وبالاعتماد على الإجراءات والأساليب الإحصائية المشار اليها في منهجية البحث فقد تم الحصول على متوسطات العائد للشركات عينة البحث، ونلاحظ من الجدول ان متوسط العائد المتوقع كان في قطاع المصارف (0.017108652-) حيث كان متوسط الألفا (0.015780879-) حيث كان اعلى قيمة للعائد المتوقع كان في المصرف التجاري العراقي (0.006-) اما اعلى قيمة للألفا كان (0.0065-) ، كان متوسط العائد المتوقع في قطاع التأمين (0.015386667-) اما متوسط الالفا كان (0.016016667-)، حيث كان اعلى قيمة للعائد المتوقع كان في شركة دار السلام للتأمين (0.01796-) اما اعلى قيمة للألفا كان (0.01834-)، كان متوسط العائد المتوقع في قطاع الخدمات (0.014755391-) اما متوسط الالفا كان (0.004985-)، حيث كان اعلى قيمة للعائد المتوقع كان في شركة العاب الكرخ (0.015145556-) اما اعلى قيمة للألفا كان (0.02141-)، كان متوسط العائد المتوقع في قطاع الصناعة (0.010089571) اما متوسط الالفا كان (0.008889429)، حيث كان اعلى قيمة للعائد المتوقع كان في شركة العراقية للسجاد (0.012225) اما اعلى قيمة للألفا كان (0.011996)، كان متوسط العائد المتوقع في قطاع الفنادق (0.007601667-) اما متوسط الالفا كان (0.008378333-)، حيث كان اعلى قيمة للعائد المتوقع كان في فندق بابل (0.00108-) اما اعلى قيمة للألفا كان (0.00225-)، كان متوسط العائد المتوقع في قطاع الزراعة (0.007015667-) اما متوسط الالفا كان (0.007315-)، حيث كان اعلى قيمة للعائد المتوقع كان في شركة الشرق الاوسط (0.002023) اما اعلى قيمة للألفا كان (0.002165).

2- تحليل المخاطر :

اعتمادا على الإجراءات والأساليب الإحصائية المشار اليها في منهجية الدراسة فقد تم الحصول على متوسطات المخاطر للشركات عينة الدراسة، اذ يبين الجدول (2) سلسلة من الانحراف المعياري والتباين الكلي والبيتا والمخاطرة الخاصة على اسهم الشركات عينة الدراسة، ونلاحظ من الجدول ان المتوسط الانحراف المعياري لقطاع المصارف كان (0.287438502) اما متوسط التباين الكلي اذ بلغ (0.263856131) اما متوسط البيتا كان (0.908657857) اما متوسط المخاطرة الكلية هو(0.243487865)، حيث كان اعلى قيمة للانحراف المعياري كان في مصرف بغداد (1.328899513) اما اعلى قيمة للتباين كان (1.765973916). اما اعلى قيمة للبيتا كان

(7.650876997). اما اعلى قيمة للمخاطر الكلية كان (1.627024054).

ان المتوسط الانحراف المعياري لقطاع التأمين كان (0.127968667) اما متوسط التباين الكلي اذ بلغ (0.016507667) اما متوسط البيتا كان (0.409166667-) اما متوسط المخاطرة الكلية هو(0.015891333)، حيث كان اعلى قيمة للانحراف المعياري كان في شركة الامين للتأمين (0.14413) اما اعلى قيمة للتباين كان (0.020774). اما اعلى قيمة للبيتا كان (0.13481-). اما اعلى قيمة للمخاطر الخاصة كان (0.02073).

ان المتوسط الانحراف المعياري لقطاع الخدمات كان (0.014755391-) اما متوسط التباين الكلي اذ بلغ (0.0121555) اما متوسط البيتا كان (0.192474-) اما متوسط المخاطرة الكلية هو(0.0119995)، حيث كان اعلى قيمة للانحراف المعياري كان في شركة النخبة للمقاولات (0.130704) اما اعلى قيمة للتباين كان (0.017084). اما اعلى قيمة للبيتا كان (0.33129-). اما اعلى قيمة للمخاطر الخاصة كان (0.016823).

ان المتوسط الانحراف المعياري لقطاع الصناعة كان (0.131894286) اما متوسط التباين الكلي اذ بلغ (0.019197429) اما متوسط البيتا كان (0.316901429-) اما متوسط للمخاطرة الكلية هو(0.018835857)، حيث كان اعلى قيمة للانحراف المعياري كان في شركة العراقية للسجاد (0.067158) اما اعلى قيمة للتباين كان (0.00451). اما اعلى قيمة للبيتا كان (0.14955-). اما اعلى قيمة للمخاطر الخاصة كان (0.004457).

ان المتوسط الانحراف المعياري لقطاع الفنادق كان (0.201288167) اما متوسط التباين الكلي اذ بلغ (0.0676605) اما متوسط البيتا كان (0.507771-) اما متوسط المخاطرة الكلية هو(0.066456167)، حيث كان اعلى قيمة للانحراف المعياري كان في فندق بابل (0.437973) اما اعلى قيمة للتباين كان (0.191982). اما اعلى قيمة للبيتا كان (0.76626-). اما اعلى قيمة للمخاطر الخاصة كان (0.190426).

ان المتوسط الانحراف المعياري لقطاع الزراعة كان (0.095704) اما متوسط التباين الكلي اذ بلغ (0.010412667) اما متوسط البيتا كان (0.195966-) اما متوسط المخاطرة الكلية هو(0.010222)، حيث كان اعلى قيمة للانحراف المعياري كان في شركة الحديثة (0.135029) اما اعلى قيمة للتباين كان (0.018233). اما اعلى قيمة للبيتا كان (0.32031-). اما اعلى قيمة للمخاطر الخاصة كان (0.017989).

جدول (2) معدلات العائد والمخاطر للشركات عينة الدراسة في سوق العراق للاوراق المالية:

ت	القطاع	الشركة	Ri	σ_i	σ_i^2	α	β	σ_{ei}^2

1		التجاري العراقي	-0.006	0.094	0.00883	-0.0065	-0.03122	0.0086
2		بغداد	-0.02737	1.3289	1.765974	-0.01565	7.650877	1.627024
3		المصرف الاسلامي	-0.01442	0.0826	0.006828	-0.01476	-0.22534	0.006707
4	قطاع المصارف	الاستثمار العراقي	-0.02182	0.1315	0.017287	-0.02085	0.633158	0.016336
5		الاهلي العراقي	-0.00648	0.1475	0.021768	-0.00712	-0.41521	0.021358
6		مصرف اشور	-0.02258	0.0994	0.009871	-0.02337	-0.51643	0.009238
7		مصرف بابل	-0.02109	0.1282	0.016435	-0.02222	-0.73523	0.015152
	المتوسط		-0.01711	0.2874	0.263856	-0.01578	0.9086579	0.243488
8		الامين للتأمين	-0.01611	0.1441	0.020774	-0.01632	-0.13481	0.02073
9	قطاع التأمين	دار السلام للتأمين	-0.01796	0.1212	0.014688	-0.01834	-0.24581	0.014545
10		الاهلية للتأمين	-0.01209	0.1186	0.014061	-0.01339	-0.84688	0.012399
	المتوسط		-0.01539	0.128	0.016508	-0.01602	-0.409167	0.015891
11		العاب الكرخ	-0.01515	0.0979	0.009591	-0.02141	-0.006096	0.009582
12	قطاع الخدمات	المعمورة العقارية	-0.01421	0.1281	0.016398	0.01758	-0.38284	0.01605
13		النخبة للقاولات	-0.01491	0.1307	0.017084	-0.00902	-0.33129	0.016823
14		بغداد للركاب	-0.01476	0.0745	0.005549	-0.00709	-0.04967	0.005543
	المتوسط		-0.01476	0.1078	0.012156	-0.00499	-0.192474	0.012
15		العراقية للسجاد	0.012225	0.0672	0.00451	0.011996	-0.14955	0.004457
16		بغداد لمواد التغليف	0.002541	0.0971	0.009422	0.002173	-0.24018	0.009285
17		بغداد الغازية	0.006259	0.122	0.01488	0.00111	-0.09611	0.014858
18	قطاع الصناعة	الصناعات الكيميائية	0.013406	0.1283	0.016467	0.012689	-0.46796	0.015947
19		الكندي للقاحات	0.004631	0.1362	0.018551	0.003393	-0.80779	0.017002
20		انتاج الالبسة	0.006526	0.2104	0.04427	0.006212	-0.20509	0.04417
21		المعدنيةوالدراجات	0.025039	0.1621	0.026282	0.024653	-0.25163	0.026132
	المتوسط		0.01009	0.1319	0.019197	0.008889	-0.316901	0.018836
22		فندق بابل	-0.00108	0.438	0.191982	-0.00225	-0.76626	0.190426
23		بغداد	-0.00427	0.0692	0.004793	-0.0041	0.105214	0.004767
24	قطاع الفنادق	الاستثمارات السياحية	-0.01182	0.0743	0.005513	-0.01235	-0.34207	0.005235
25		سد الموصل	-0.00233	0.121	0.014635	-0.00277	-0.28678	0.014439
26		كربلاء	-0.01054	0.4278	0.183038	-0.01275	-1.44169	0.178104
27		السدير	-0.01557	0.0775	0.006002	-0.01605	-0.31504	0.005766
	المتوسط		-0.0076	0.2013	0.067661	-0.00838	-0.507771	0.066456
28		الحديثة	-0.02054	0.135	0.018233	-0.02103	-0.32031	0.017989
29	قطاع الزراعة	الشرق الاوسط	0.002023	0.0492	0.002421	0.002165	0.092992	0.002401
30		العراقية للبذور	-0.00253	0.1029	0.010584	-0.00308	-0.36058	0.010276
31	المتوسط		-0.00702	0.0957	0.010413	-0.00732	-0.195966	0.010222

ثانياً/ بناء المحفظة الكفوءة في سوق العراق للاوراق المالية

يبين الجدول (3) إجراءات وخطوات بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة في ظل استراتيجية الشراء والاحتفاظ من خلال نموذج المؤشر الواحد وبالاعتماد على 31 شركة مدرجة في مؤشر سوق الأسهم العراقية وحسب ما موضح ادناه بالجدول الاتي :

جدول (3) بناء المحفظة الكفوءة في سوق العراق للاوراق المالية

7	6	5	4	3	2	1

14	13	12	11	10	9	8
W_i	Z_i	c_i	$1+\sigma_m^2 * (7)$	$\sigma_m^2 * (6)$	company	STOCK
0.043696	-11.4529	0.001846	1.001849	0.001849328	بغداد للركاب	14
0.022299	-5.84466	0.00312	1.00313	0.003129823	العاب الكرخ	11
0.079053	-20.7202	0.015855	1.01611	0.016110176	العراقية للسجاد	15
0.012189	-3.19486	0.017234	1.017536	0.017535907	بغداد للمشروبات الغازية	17
0.046042	-12.0679	0.031455	1.032477	0.03247697	مصرف الاسلامي	3
0.085576	-22.43	0.07041	1.075743	0.075743052	الاستثمارات السياحية	24
0.137513	-36.043	0.145479	1.170246	0.170246422	المنتجات الزراعية	31
0.068723	-18.0128	0.168752	1.20301	0.203010116	السدير	23
0.006695	-1.75489	0.169817	1.204554	0.204554314	الامين للتأمين	8
0.025317	-6.63581	0.177159	1.215301	0.215301155	بغداد لمواد التغليف	16
0.030594	-8.01893	0.189592	1.233947	0.233946817	التجاري العراقي	1
0.022953	-6.0162	0.202092	1.253277	0.253277411	العراقية للبذور	30
0.009765	-2.55934	0.205988	1.259427	0.259426798	دار السلام للتأمين	9
0.385114	-100.941	0.46103	1.855391	0.855390783	مصرف اشور	6
0.009133	-2.39377	0.463348	1.863404	0.86340426	سد الموصل	25
0.004885	-1.28041	0.465733	1.871723	0.871723165	النخبة للمقاولات	13
0.00399	-1.04586	0.467777	1.878911	0.878910652	الحديثة	28
0.004605	-1.20707	0.470967	1.890242	0.890242429	المعمورية العقارية	12
0.001416	-0.37115	0.471788	1.89318	0.89317976	المعدنية والدراجات	21
0.000442	-0.11591	0.472101	1.894303	0.894303471	انتاج الالبسة	20
0	0	0.577998	2.369655	1.369655003	الاهلية للتأمين	10
0	0	0.579566	2.378496	1.37849596	الاهلي العراقي	5
0	0	0.586257	2.416956	1.416956476	مصرف بابل	7
0	0	0.592782	2.45569	1.455689651	الكندي للقاحات	19
0	0	0.593355	2.459149	1.459149325	الشرق الاوسط	29
0	0	0.593525	2.460176	1.460175691	فندق بغداد	23
0	0	0.593745	2.46151	1.461510148	فندق بابل	22
0	0	0.617323	2.613169	1.613169401	كربلاء	26
0	0	0.617692	2.615693	1.615693157	مصرف بغداد	2
0	0	0.61583	2.603013	1.603013351	الاستثمار العراقي	4
0	0	0.613428	2.586843	1.586842667	الصناعات الكيمياوية	18

❖ خطوات تحديد الاسهم الداخلة في المحفظة:

الخطوة الاولى : ترتيب الأسهم تنازليا من خلال مؤشر ترينور (Ri-Rf/β) ولكل سهم وقد وضعت في العمود (1) من الجدول (2).

الخطوة الثانية : يتم حساب الصيغة {(Ri-Rf)β/σ^2ei} ووضعت في العمود (2).

الخطوة الثالثة : تم جمع القيم في العمود (2) تراكمياً ووضعت النتائج بالعمود (3) وحسب الصيغة الرياضية (∑(Ri-Rf)β/σ^2ei).

الخطوة الرابعة : يتم ضرب القيم الخاصة بالعمود (3) ولكل سهم في الجدول بقيم التباين محفظة السوق والبالغ (0.0044755) ووضعت في العمود رقم (4) .

الخطوة الخامسة : يتم حساب الصيغة (β^2 /σ^2 ei) لكل سهم ووضعت في العمود رقم (5).

الخطوة السادسة : يتم جمع قيم العمود (5) تراكميا وقد وضعت النتائج في العمود (6) وفق الصيغة (∑β^2 /σ^2 ei) .

الخطوة السابعة : يتم ضرب قيم العمود (6) بقيمة تباين محفظة السوق (0.0044755)، ومن ثم يتم اضافة واحد صحيح لكل ناتج من النواتج ووضعت في العمود (7).

الخطوة الثامنة : ان الخطوة الثامنة قد اختصت بحساب حد القطع (off-Rate Cut) إزاء كل سهم من الأسهم ، وقد وضعت النتائج في العمود رقم (8) ، والغرض من ذلك هو مقارنة قيم العمود الظاهر في العمود (12) مع العمود (1) واذا كانت النتائج في حد القطع (Ci) في العمود (8) لسهم معين اقل من القيم في العمود (1) فأن هذا السهم سيكون ضمن مكونات المحفظة ، ونلاحظ من الجدول ان قيمة (Ci) لسهم شركة بغداد للركاب والبالغة (0.444263411) هي اقل من نسبة ترينور في العمود (1) والبالغة (1.75020879) لذلك فقد تم ادراجها في المحفظة الخاملة ، وقد كانت قيمة (Ci) لشركة العراقية للسجاد والبالغة (5.76797983) هي اكبر من نسبة ترينور في العمود (1) والبالغة (1.089621335) وعليه فأن إجراءات نموذج المؤشر الواحد او التدرج البسيط لا تتضمن سهم شركة العراقية للسجاد في المحفظة الخاملة .

الخطوة التاسعة : فقد اختصت الخطوة التاسعة بحساب حد القطع الأمثل ، اذ يقع حد القطع الأمثل (C*) في العمود رقم (8) امام السهم الأخير الذي تضمنته المحفظة الخاملة في شركة انتاج الالبسة والبالغ (0.472101) ، ومن خلال حد القطع الأمثل حسبت قيمة (Z).

الخطوة العاشرة : تم حساب الوزن الأمثل لكل سهم من الاسهم الداخلة في تركيبة المحفظة الخاملة من خلال جمع قيم (Z) للأسهم المرشحة أولا ، ثم إيجاد نسب الاستثمار لكل سهم من خلال قسمة قيم (Z) لكل سهم على مجموع قيم (Z) .

وبناءا على العمليات السابقة في تحديد تركيبة وتوليفة الأسهم الداخلة في المحفظة الخاملة ومن خلال استخدام نموذج الترتيب البسيط في حساب العائد والمخاطرة للمحفظة الكفوءة فقد ظهرت النتائج الاتية:

ثالثاً/ ملخص بناء المحفظة الخاملة والمرجعية في سوق العراق للاوراق المالية

معدل العائد المتوقع	**-0.018963874**	**Rp**
المخاطرة النظامية	**0.000334519**	**SYSTEMATIC**
المخاطرة غير النظامية	**0.004420976**	**UNSYSTEMATIC**

التباين الكلي	0.004755495	VARIANCE
الانحراف المعياري	0.068960099	SD
نسبة شارب	1.118706728	SHARPE
عائد السوق	0.018231513	Rm
الانحراف المعياري للسوق	0.24853598	бm
نسبة شارب	0.460060202	SHARPE

جدول (4) ملخص بناء المحفظة الكفوءة في سوق العراق للاوراق المالية

PORTFOLIO	R_P	σ_P^2	σ_P	IR	R_P/σ_P^2	SHARPE
الخاملة	-0.018963	0.06896009	0.000335	0.004421	-0.27499	1.118707
المرجعية	0.0182315	-------	0.248535	--------	0.073355	0.46006

يبين الجدول (4) ملخص بناء المحفظة الكفوءة والمرجعية في سوق العراق للاوراق المالية، ونلاحظ من الجدول ان معدل العائد للمحفظة الكفوءة قد بلغ (0.018963-) وهو معدل عائد سالب وعند المقارنة مع معدل العائد للمحفظة المرجعية الذي بلغ (0.018231513)، نلاحظ تفوق المحفظة المرجعية على المحفظة الكفوءة من خلال معدل العائد، وعدم قبول صحة الفرضية الثانية والتي تنص على انه امكانية تحقيق المحفظة الكفوءة في ظل استراتيجية الشراء والاحتفاظ معدل عائد يجاري ويفوق محفظة السوق المرجعية ، اما المخاطرة الكلية فقد بلغت للمحفظة الكفوءة (0.06896009) مقارنة مع المحفظة المرجعية التي بلغت (0.24853598) ونلاحظ ان المخاطرة الكلية للمحفظة الكفوءة كانت اعلى من المحفظة المرجعية ، وتعتبر نسبة شارب لتقييم الأداء المعيار الأهم للمفاضلة او المقارنة بين المحفظة الكفوءة والمحفظة المرجعية اذ توضح معدل العائد المعدل بالمخاطرة ، اذ بلغت نسبة شارب للمحفظة الكفوءة (1.118706728) مقارنة مع المحفظة المرجعية التي بلغت نسبة شارب للأداء لها (0.4600602) ونلاحظ تفوق المحفظة الكفوءة على المحفظة المرجعية بالأداء، وهذا يعني انه يمكن تحسين خصائص واداء المحفظة الخاملة في ظل استراتيجية الشراء والاحتفاظ في سوق العراق للاوراق المالية وقبول صحة الفرضية الاولى ، ونلاحظ من خلال الجدول (4) ان المحفظة الكفوءة متمثلة في استراتيجية الشراء والاحتفاظ قد حققت افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة من خلال مؤشر العائد والمخاطرة اذ بلغ ظل استراتيجية المحفظة الكفوءة (0.274997-) ، اما مؤشر العائد على المخاطرة للمحفظة المرجعية فقد بلغ (0.073355628) ، وهذا يعني قبول صحة الفرضية الثالثة والتي تنص على ان المحفظة الكفوءة متمثلة في استراتيجية الشراء والاحتفاظ تتيح للمستثمر امكانية تحقيق افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة .

المحور الرابع/ الاستنتاجات والتوصيات

اولا/ الاستنتاجات

1- تظهر الاختبارات الاحصائية التي تم التوصل اليها ان المحفظة المرجعية قد تفوقت على المحفظة الكفوءة من خلال العائد ، اذ بلغ العائد للمحفظة الكفوءة (0.018963-) مقارنة مع معدلات العائد للمحفظة المرجعية

والبالغ (0.073355628)، اما نسبة الأداء لشارب فقد بلغت المحفظة الخاملة (0.4600602) مقارنة مع المحفظة المرجعية اذ بلغت نسبة الأداء لهذه المحفظة (1.118706728) اذ تظهر هذه الأرقام بشكل جلي تفوق المحفظة الكفوءة على المحفظة المرجعية، وقد أظهرت النتائج التي تم التوصل اليها ان المخاطرة الكلية للمحفظة الكفوءة كانت اعلى من المحفظة المرجعية اذ بلغت (0.06896009) مقارنة مع المحفظة المرجعية اذ بلغت المخاطرة الكلية لها (0.24853598) ، وبعزى هذا الارتفاع الى العلاقة بين العائد والمخاطرة وهي علاقة طردية، الا مؤشر العائد على المخاطرة قد أظهرت تفوق المحفظة الكفوءة اذ بلغت (-0.018963) على المحفظة المرجعية والذي بلغ (0.018231513).

2- لا يمكن الاعتماد فقط على معدلات العائد والمخاطرة للأسهم الفردية واتخاذ قرار الاستثمار فيها، اذ ان اتباع المنهج السليم والكفوء للاستثمار يمكن ان يحقق اهداف المستثمر، اذ انه من خلال النتائج التي توصل اليها الباحث ان اتباع مدخل الاستثمار الكفوءة متمثلاً في استراتيجية الشراء والاحتفاظ يمكن ان يحسن من خصائص وأداء المحفظة الاستثمارية بالنسبة للمستثمر من خلال معدل العائد والاداء مقارنة مع المحفظة المرجعية .

3- امكانية المحفظة الكفوءة متمثلة في استراتيجية الشراء والاحتفاظ يضمن استقرار مكونات المحفظة على المدى الطويل ويقلل من دوران المحفظة وتجاهل التغيرات التي تحصل في المدى المتوسط والمدى القصير .

4- من اهم استنتاجات هذا البحث يكمن في تفوق النتائج التي استطاع الباحث التوصل اليها من خلال دراسة سوق الأسهم العراقية على اهم مبادئ عمل استراتيجية المحفظة الكفوءة في ظل استراتيجية الشراء والاحتفاظ وهي تحقيق عائد وأداء يجاري عائد وأداء المحفظة المرجعية، بل تفوقت المحفظة الكفوءة على المحفظة المرجعية بالاعتماد على استراتيجية الشراء والاحتفاظ من خلال النتائج الحالية وهذا يعتبر اضافة هامة يمكن الاعتماد عليها للاستثمار في هذه الاستراتيجية .

5- ان استخدام طريقة المعاينة المثلى لاختيار تشكيلة الاسهم في مختلف المحافظ الاستثمارية يمكن ان يساعد بشكل كبير وغير متوقع في تحقيق نتائج جيدة على سبيل المثال اختيار تركيبة الأسهم الأكثر تداول والاعلى من حيث القيمة السوقية كما هو الحال النتائج التي تم التوصل اليها في هذا البحث، اذ ارتأ الباحث اختيار تشكيلة الأسهم الأكثر تداول والاعلى من حيث القيمة السوقية في مؤشر (S&500) اذ تم اختيار أسهم الشركات الأولى الـ(31) عينة الدراسة الحالية.

ثانياً / التوصيات

1- ينبغي على المستثمرين الراغبين في الاستثمار في المحافظ الاستثمارية وادارتها عن طريق المحفظة الكفوءة للتخلص من الضرائب وارتفاع التكاليف ومخاطر تقلبات اسعار اسهم الشركات وتحقيق عوائد افضل، فضلا اهمية كبيرة في تحقيق النتائج التي يرغب اليها اي مستثمر .

2- الاستفادة من الدراسة الحالية من خلال مزايا التنويع الامثل وعدم الاعتماد على التنويع العشوائي في بناء المحفظة الاستثمارية من اجل ضمان تحقيق الاهداف الاستثمارية التي يرغب فيها اي مستثمر.

3- ينبغي عدم الاعتماد والاكتفاء بالأساليب التقليدية في بناء المؤشرات وطريقة عرض البيانات وعدم دقة والموثوقية في عرض البيانات سواء على المستوى السوق او على مستوى الشركات المدرجة فيه، والاستفادة من التطور الكبير الحاصل في سوق الأسهم الامريكية من خلال اتباع الطرق والاستراتيجيات المختلفة .

4- ينبغي على القائمين في سوق العراق للأوراق المالية تثقيف اصحاب الشركات الاستثمارية والمستثمرين بالتطورات الحاصلة في هذه البلدان من خلال استخدام الطرق والاسس التي اوصلت هذه البلدان لهذه المراحل واهمية الارتقاء بسوق العراق للأوراق المالية من الحالة التي هو عليه اليوم .

5- استخدام سياسة الشراء والاحتفاظ ومراقبة المؤشرات الرئيسية للاسهم وتقييمها على النحو الذي أستخدم في هذه الدراسة.

المصادر Reference

أولا : كتب عربية

1- آل شبيب، دريد كامل "ادارة المحفظة الاستثمارية " دار المسيرة، عمان، الطبعة الاولى ، 2010.

2- العتيبي، احمد معجب "المحافظ المالية الاستثمارية " دار النفائس، عمان، الطبعة الاولى، 2007.

3- داغر، محمود محمد "الاسواق المالية مؤسسات اسواق البورصة" دار الشروق للنشر والتوزيع ،الاردن، الطبعة الثانية 2007.

4- محمد الحناوي واخرون "الاستثمار في الاوراق الكمالية وادارة المخاطر" مكتب الجامعي الحديث، 2007.

ثانياً/ الرسائل و الاطاريح

1- عيشوش ، محمد ، محاضرات في إدارة المحافظ الاستثمارية ، جامعة يحيى فارس بالمدية ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، 2018.

2- بوهالي ، صلاح الدين و دحمان بوعبدالله، إدارة محفظة المالية الأوراق في البنوك التجارية. ديس. مركز جامعة عبد الحفيظ بوسوف ميلا ، 2020.

3- الجنابي، سعد مجيد، اثر التنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية، دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية، 2018.

4- ابو القاسم، حيدر أحمد، تحليل (المخاطرة- العائد) لقرارات المحفظة الاستثمارية مع اشارة خاصة لشركة التأمين العراقية العامة لمدة (2011-2017)، (رسالة ماجستير)، جامعة المستنصرية، كلية الادارة والاقتصاد، 2018 .

5- الربيعي، حاكم محسن وحسن، ليلى محسن، بناء محفظة استثمارية مثلى، المجلة العراقية للعلوم الادارية،7 (27)، 2010.

6- كعيد، احمد جبار، تأثير استخدام ادارة المحافظ الاستثمارية الساكنة على كفاءة محفظة الاسهم العادية، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العراقية للعلوم الادارية 17(57)، 2018.

7- برحايلي، أحلام و زوبير عياش، أثر العائد والمخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية(دراسة حالة سوق الأسهم السعودي) خلال الفترة 2012-2016، 2017.

8- الربيعي، حاكم محسن محمد والجرجري، زهراء جارالله حمو، سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وأثرها في العائد والمخاطرة (دراسة تطبيقية في القطاع الصناعي الصناعي) من 2006 إلى 2013، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، 48 (12)، (2016).

9- الحمداني، رافعة ابراهيم و حمدون، رغد فائز، سياسات توزيع الأرباح أثرها في العائد الرأسمالي للسهم (دراسة تحليلية لعينة من شركات الأعمال الصناعية المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية)، المجلة العراقية للعلوم الادارية، 9(2)، 2019.

10- جاسم، ماجد جودة، اثر المخاطرة الكلية في العائد على الموجودات والعائد على حق الملكية، دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية الخاصة، المجلة العراقية للعلوم الادارية، 17(62)،2019.

11- كاظم، حيدر يونس، أثر المخاطرة المالية القطرية في عائد ومخاطرة الاسهم العادية، دراسة تحليلية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، جامعة كربلاء، كلية الادارة والاقتصاد ،2016.

12- مزاهدية ، رفيق ، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق لاوراق المالية الخليجية وتأثيرا في فرص التنويع الاستثماري ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الحاج لخضر ، 2015 .

13- الزبيدي، فراس خضير، العلاقة بين العائد والمخاطرة وأثرها في القيمة السوقية للأسهم، دراسة على عينة من شركات القطاع المصرفي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العراقية للعلوم الادارية ،16(2)،2014.

ثالثاً/ المصادر اجنبية

1- Ali, Ali Jairan Abdul, and Ahmed Jabbar Gaid. "The Effect of Use Passive Portfolio Management Strategy on The Efficient Portfolio of Common Stocks Application Study in Iraq stock market." *THE IRAQI MAGAZINJE FOR MANAGERIAL SCIENCES* 14.57 (2018).

2- Leonard, Janet L. "Modern portfolio theory and the prudent hermaphrodite." *Invertebrate reproduction & development* 36.1-3 (1999): 129-135.

3- Brentani, Christine. *Portfolio management in practice*. Elsevier, 2003.

4- Fabozzi, Frank J., and Harry M. Markowitz, eds. *The theory and practice of investment management: Asset allocation, valuation, portfolio construction, and strategies*. Vol. 198. John Wiley & Sons, 2011.

5- Akar, Zainb Shalal, and Asst Lecturer Adela Hatim Nasih. "An analysis of the relationship between return and risk An analytical study of a sample from Iraqi private sector companies." Managerial Studies Journal 11.23 (2019).

6- Timmermann, Allan, and Clive WJ Granger. "Efficient market hypothesis and forecasting." *International Journal of forecasting* 20.1 (2004): 15-27.

7- Martellini, Lionel, Philippe Priaulet, and Stéphane Priaulet. *Fixed-income securities: valuation, risk management and portfolio strategies*. Vol. 237. John Wiley & Sons, 2003.

8- William F. Sharpe, and Gordon J. Alexander, and Jeffery V. Bailey, Investments ,1998.

9- Rudd, Andrew. "Portfolio management." *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 1.3 (1986): 242-252.

10- Greenhill, Timothy. "Active vs. Passive Portfolio Management." (2014).

11- Predescu, Idate Oana Mădălina, and Idate Cristian Bordea. "Passive portfolio management. the game-theoretic capital asset pricing model,2008.

12- Chawda, Bharat V., and Jayeshkumar Madhubhai Patel. "Stock Market Portfolio Management: A Walk-through." *International Journal on Recent and Innovation Trends in Computing and Communication* 3.6 (2015): 4136-4143.

13- Wang, Meihua, Fengmin Xu, and Yu-Hong Dai. "An index tracking model with stratified sampling and optimal allocation." *Applied Stochastic Models in Business and Industry* 34.2 (2018): 144-157.

14- Cohen, Gil, and Elinor Cabiri. "Can technical oscillators outperform the buy and hold strategy?." *Applied* Economics 47.30 (2015): 3189-3197.

15- Ling, Felicia Chong Hui, David Ng Ching Yat, and Rusnah binti Muhamad. "An Empirical Re-Investigation on the 'Buy-and-hold Strategy'in Four Asian Markets: A 20 Years' Study." World Applied Sciences Journal 30 (2014): 226-237.

16- Chambers, Donald R., Willard T. Carleton, and Richard W. McEnally. "Immunizing default-free bond portfolios with a duration vector." *Journal of financial and quantitative analysis* (1988): 89-104.

17- Fong, H. Gifford, and Oldrich A. Vasicek. "A risk minimizing strategy for portfolio immunization." *The Journal of Finance* 39.5 (1984): 1541-1546.

18- Boya, Christophe M. "From efficient markets to adaptive markets: Evidence from the French stock exchange." *Research in International Business and Finance* 49 (2019): 156-165.

19- Novak, Ivan. "Efficient market hypothesis: case of the Croatian capital market." *InterEULawEast: journal for the international and european law, economics and market integrations* 6.1 (2019): 3-20.

20- Vasicek, Oldrich A., and John A. McQuown. "The Efficient Market Model." *Finance, Economics and Mathematics* (2015): 169-194.

21- Busse,Jeffrey A.,and T.Clifton Green."Markat efficiency in real time."Journal of Financial Economics 65.3(2002):415-437.

22- Finnerty, Joseph E. "Insiders and market efficiency." *The journal of finance* 31.4 (1976): 1141-1148.

23- Marwala, Tshilidzi, and Evan Hurwitz. "Efficient market hypothesis." *Artificial Intelligence and Economic Theory: Skynet in the Market*. Springer, Cham, 2017. 101-110.

24- AL-Timimi, Abbas F. Risen. "Inflation and reflection it on Return and Risk." *Ahl Al-Bait Jurnal* 1.24 (2019).

25- Born, Jeffery A., David H. Myers, and William J. Clark. "Trump tweets and the efficient market hypothesis." *Algorithmic Finance* 6.3-4 (2017): 103-109.

26- Gitman, Lawrence J,," Princeiples of management finance ",12 ed, Printed Hall, Boston son Francis, New York, 2009.

27- Mcmenamin, Jim,"financial management an introduction ",taylor and francis, London,2002.