

المخاطرة النظامية و عوائد الاسهم في ظل جائحة كورونا دراسة تحليلية للعينة من الشركات الصناعية في سوق العراق للاوراق المالية

خانم نوري كاكه حمه العطار^{1,2}

¹قسم إدارة التسويق، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة السليمانية، السليمانية، العراق
²قسم إدارة الاعمال، كلية العلوم الادارية و المالية، جامعة جيهان- السليمانية، العراق

Email: khanm.kakahama@univsul.edu.iq

الملخص:

تعد موضوع المخاطرة النظامية وعوائد الاسهم من المواضيع المهمة التي تسعى اليها كافة الشركات و خصوصا الشركات الصناعية منها التي تهدف الى تعظيم ارباحها و تقليل مخاطرها، الآن انتشار جائحة كورونا أضاف عبء أكبر على عاتق الشركات نتيجة التغيرات المفاجئة التي تواجهها، وتأثيرها السلبي على اداء الشركات، مما أدت الى تراجع ملحوظ في عوائد اسهمها وارتفاع مخاطرها، في حين كانت الشركات تحاول المحافظة على عوائدها و تجنب المخاطر، الا انها تحاول اخذ الاجراءات لتجنب تلك المخاطر خوفاً من وصولها الى حالات الافلاس و انحدارها نحو الفشل المالي. لذا حصى العلاقة بين عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية اهمية كبيرة أثناء انتشار جائحة كورونا. يهدف البحث الى اختبار قوة العلاقة والتأثير لجائحة كورونا على كل من عوائد الاسهم والمخاطر النظامية ولتحقيق هذا الهدف اعتمد البحث على المنهج (التحليلي و القياسي) من خلال استخدام البيانات الشهرية لفترة ما بين شهر كانون الثاني للعام 2019 للغاية شهر آب 2021. استناداً على البيانات الصادرة عن سوق العراق للاوراق المالية لعينة من الشركات الصناعية و التي تمثلت (7) شركات صناعية. وتم استخدام متغير صوري لجائحة كورونا لتأثيرها الكبير على الشركات الصناعية، وتوصل البحث الى أنه على الرغم من أن جائحة كورونا أثرت بشكل سلبي على كافة الشركات عينة البحث، الا أن الشريكتين تصنيع و تسويق التمور، العراقية للسجاد و المفروشات أكثر تأثراً بالجائحة مقارنة بالشركات الاخرى ويعود الى تغير الطلب على تلك السلع بسبب طبيعة منتجاتها مما ادى الى عدم استقرار ارباحها وعدم قدرة الشريكتين في التحكم في درجة المخاطرة لقلّة الاساليب الحديثة للتنبؤ بالتغيرات غير المتوقعة. واخيراً قدم البحث مقترحات عدة منها ينبغي على الشركات الصناعية عدم التوقف عن استثماراتها خلال الجائحة وازدياد نسبة مبيعاتها، نتيجة فاعلية الادارة من وضع خطط جيدة وسياسات وبرامج تساهم في بناء استراتيجية مناسبة واتباعها لتواكب مع التغيرات المحتملة من البيئة الداخلية و الخارجية واستخدامها الى ادوات وأساليب حديثة استعداداً لمواجهة الازمات مستقبلاً.

الكلمات المفتاحية: جائحة كورونا، عوائد الاسهم، المخاطرة النظامية، الشركات الصناعية، سوق العراق للاوراق المالية.

بوخته:

داهات و دسهاتی پشك و مەترسی بەردەوام و رێك و گشتگیر، یەكێكە لە بابەتە زۆر گرنگ و پر بابەتەكان كە سەرچەم كۆمپانیایان بەگشتی و كۆمپانیا پێشەسازیەكان بەتایبەتی هەولێ بەدیھێنانی دەمدەن (بەرزكردنەوی قازانج و كەمكردنەوی مەترسی)، بەلام بۆلەبۆنەوی قایرۆسی كرۆنا قورسای سەرشانێ كۆمپانیایان زیاتر كرد، چونكە بۆلەبۆنەوی قایرۆسەكە بوە هۆی لاوازكردنی توانا و ئەدای كۆمپانیایان وە بۆهۆكاری كەمبۆنەوی ناستی دەسەتەكانیان لە لایەك و زیادبۆنی ناستی مەترسیەكانیان لە لایەكی ترمە، وە كۆمپانیایان ناچار بون هەنگاو میكانیزمی نوێ بگرنە بەر، بۆ رێگریكردن لە مایهپوچ بون و هەرسەپێنانی دارایی. هەربۆیە بابەتی دەسەتای پشكەكان و مەترسی سەر پشكەكان یەكێك بوە لە بابەتە گرنگەكانی سەردەمی كرۆنا، ئامانجی سەرەكی توێژینەمەكە بریتی یە لە تاقیكردنەوی پەیمۆندی و كاریگەری قایرۆسی كرۆنا لەسەر دەسەتای پشكەكان و مەترسی پشكەكان. بۆ بەدیھێنانی ئامانجی توێژینەمەكە و سەلماندنی گریمانەكان (خەمڵاندنی و تاقیكردنەوی نێوان مەترسی و دەسەتای پشكەكان لەسەردەمی قایرۆسی كرۆنا) میتۆدی (شیکاری و پێوانەیی) بەکارهاتو، بە پشت بەستن بە داتا و زانیاری مانگانە (مانگی یەك بۆ مانگی هەشت) لە نێوان سالانی (2019 – 2021) لە بازاری دارایی كە تایبەتە بوە بە (حصوت كۆمپانیای) پێشەسازی وە هەروەها داتای تایبەت بە قایرۆسی كرۆنا بەکارهاتو. توێژینەمەكە گەشتۆتە كۆمەڵێك دەرئەنجام، لەوانە قایرۆسی كرۆنا كاریگەری نێگەتیفی دیاری هەبوە لەسەر دەسەتای پشكەكان و مەترسی سەر پشكەكانی كۆمپانیایان نمونەیی توێژینەمەكە (دابەزینی دەسەتای پشك و زیادبۆنی مەترسی سەرپشكەكان)، بەلام هەردوو كۆمپانیای (كۆمپانیای بەرھەمھێنان و بەبازار كردنی

خورما و كۆمپانیای عیراقیه بۆ راخهر و روویشی مآل (زۆرتز كاریگهر بوونه به بآلوبونهوهی فایرۆسی كرۆنا، ئهوهش بههۆی دروستبوونی گۆرانکاری لهسهر خواستی زۆر لهسهر شمهكهكانی ئهم دوو كۆمپانیایه كه دهگهرینهوه بۆ سروشتی شمهكهكانیان، ههر وهها بهكار نههێنای میكانیزمی پیشكهوتوو له پیشبینی كردنی رووداوه كان، ئهمهش وایكرد كه داهاات و قازانجهكانیان ناچێگهر بن وه مهنترسی فایرۆسهكه زۆرتز بێت لهسهریان. لهكۆتایدا، ئهم توێژینهوهیه كۆمهڵێك پیشنیاری خستۆته روو، لهوانه بپۆسته كۆمپانیا پیشهسازیهكان بهردهوام بن له وهبهههینان لهسهردهمی كرۆنا و زیادكردنی پشكه فرۆشتنیان، بهتایبهت لهریگهیه باشكردنی توانای بهریوهبردن و دانانی پلان و ستراتیجی گونجاو بۆ خوگونانندن لهگهڵ ئهگهر مهكانی گۆرانکاری له ژینگهیه كاری ناوخۆیه و دهرمكی، بهتایبهت بهكارهێنایی شیواز و ریگای نوێ بۆ ئامادهسازی بۆ روبهروبوونهوهی قهیران و گهرتهكانی داهااتو.

كليله وشهكان: فایرۆسی كرۆنا، دهسهاتی پشكهكان، مهنترسی رێك و بهردهوام و گشتگهر، كۆمپانیا پیشهسازیهكان، بازاری دارایی عیراق.

Abstract:

The issue of systemic risk and stock returns is one of the important topics that all companies seek, especially industrial companies, which aim to maximize their profits and reduce their risks. Now, the spread of the Corona pandemic has added a greater burden on companies as a result of the sudden changes they face, and their negative impact on companies performance. This led to a noticeable decline in the returns of its stocks and an increase in its risks, It can be seen that companies try to maintain their returns and avoid risks, and try to take measures to avoid those risks for fear of reaching bankruptcies and descending towards financial failure. Therefore, the relationship between stock returns and systemic risk is of great importance during the spread of the Corona pandemic. The research aims to test the strength of the relationship and the impact of the Corona pandemic on both stock returns and systemic risks. To achieve this goal, the research relied on the (Analytical and Econometrics) approach by using monthly data for a period (January 2019 - August 2021). Based on the data issued by the Iraq Stock Market for a sample of (7) industrial companies. A dummy variable of the Corona pandemic was used because of its great impact on industrial companies, and the research concluded that although, the Corona pandemic negatively affected all companies, the research sample, but the two companies manufacturing and marketing dates, the Iraqi carpet and furnishings company, are more affected by the pandemic compared to other companies, this is due to the change in demand for these commodities and the nature of their products, which led to the instability of their profits and the inability of the two companies to controlling the degree of risk due to the lack of modern methods for predicting unexpected changes. Finally, the research presented several recommendations, including that industrial companies should not stop its investments during the pandemic and try increase its sales, as a result of the management's effectiveness in developing good plans, policies and programs that contribute to building an appropriate strategy and following it to keep potential changes of the internal and external environment and using them to modern tools and methods in preparation for facing future crises.

Keywords: Corona pandemic, stock returns, systemic risk, industrial companies, the Iraq Security Exchange.

المقدمة

تعاظم دور أسواق الأوراق المالية مع توسع أداء الشركات ونموها من خلال ارتفاع عوائد اسهمها وانخفاض المخاطر التي تواجهها ولا يوجد شركات مزدهرة دون وجود سوق مزدهر للأوراق المالية، حيث يساهم هذا السوق في تسهيل عملية انسياب الأموال المدخلة إلى المستثمرين ويفسح خيارات الاستثمار أمام أصحاب رؤوس الأموال. تتأثر أسواق الأوراق المالية بعدد من المتغيرات، ومن بينها عوائد الأسهم للشركات والمخاطرة التي تواجهها. ومن المخاطر الكبيرة التي واجهت أسواق الأوراق المالية جائحة فيروس كورونا المستجد على النشاط المالي للشركات في الأسواق المالية والنشاط الاقتصادي على المستوى المحلي والعالمي جراء الإجراءات الاحترازية التي اتخذها دول العالم للحد من انتشاره سواء تعلق الأمر بعمليات الإغلاق وسياسات الحجر الصحي الصارمة، أو التباعد الاجتماعي وحظر السفر إلى الداخل والخارج في نهاية سنة 2019، حيث تراجعت النشاطات المالية داخل أسواق الأوراق المالية و انكمشت الاقتصاد المحلي والعالمي من جهة، ولقد شغلت العلاقة بين العائد والخطر المستثمرين والمهتمين بالقرار الاستثماري مدة طويلة من الزمن، وقد بدت هذه العلاقة ضمن إطار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية عرضة للمزيد من الدراسات والبحوث وعلى الرغم من كل الانتقادات التي شهدتها النموذج ومنذ سنة 1964 ولحد هذا اليوم، إلا أنه يعد بمثابة النظرية الأساس التي تقوم على العلاقة بين العائد والمخاطر.

وعلى الرغم من أن المخاطر المنتظمة مسابرة للتقلبات المالية والاقتصادية الدورية، والمخاطر المنتظمة كانت موجودة قبل اندلاع الأزمة المالية العالمية، قد زاد من اهتمام الباحثين لتباين مدى تأثيرها السلبي بشكل مفاجئ من باستكشاف طبيعتها وطرق التخفيف منها. وبسبب الازمات والكوارث والأمراض، تغيرت طبيعة وحجم المخاطر ذاتها، لدرجة أنها تجاوزت إدارة المخاطر القائمة في الأسواق المالية والأساليب المتبعة لها.

حالياً وتعاني سواق العراق للأوراق المالية من آثار المخاطر المنتظمة حيث شهد تفاعلاً وتضخم للتأثيرات المتنوعة لأحداث متعددة. فقد كان لجائحة COVID-19 تأثيراً مباشراً على أنظمة التداول والاستثمار مما انعكست على عوائد اسهمها في السوق الأوراق المالية. قد استجابت الأسواق المالية لتأثيرات جائحة COVID-19، لكنها تعد أيضاً وهي وحالياً تنفذ إجراءات للتخفيف من العواقب المحتملة لموسم الأعاصير القادم والمتوقع أن يكون أكثر نشاطاً من المعتاد والمخاطر المحتملة الأخرى، مثل الزلازل و تسونامي. علاوة على ذلك، فإن قمم مؤشر المخاطر المنتظمة تتوافق بشكل جيد مع مدد طويلة للتطورات السلبية في سوق الأوراق المالية على وجه الخصوص ما تعرض لها شركات القطاع الصناعي.

منهجية البحث

أولاً : مشكلة البحث

خلفت جائحة كورونا أزمة إنسانية ومالية غير مسبوقة. فقد أدت الإجراءات الضرورية لاحتواء الجائحة إلى إحداث تدهور مالي واقتصادي. وهناك درجة كبيرة من عدم اليقين في الوقت الراهن حول مدى حدتها وطول مدتها. ويوضح آخر عدد من تقرير الاستقرار المالي العالمي أن النظام المالي وقع عليه تأثير حاد بالفعل، ويمكن أن يؤدي احتدام الأزمة إلى التأثير على الاستقرار المالي العالمي. قد حدث هبوط حاد في أسعار الموجودات منذ تفشي هذه الجائحة. وفي أسوأ نقاط الموجة للبيع الأخير، مما انعكس ذلك على هذه عوائد اسهمها وارتفاع المخاطرة النظامية.

إن هذه البحث تتناول موضوع مهم يتعلق بمدى حاجة الشركات الصناعية إلى فهم المخاطرة النظامية وأثرها على عوائد الأسهم خلال مدة جائحة كورونا، وما تعاني منه الشركات الصناعية العراقية داخل أسواق الأوراق المالية من انتكاسات وعدم الاستقرار المالي نتيجة انتشار الجائحة والتي تؤدي إلى حالات من الفشل المالي ما لم يتم إيجاد حلول فعلية للجائحة. بمعنى آخر أن هدف الشركات الصناعية هو الاستمرارية ومناقشة الشركات الأخرى للحفاظ على مكانتهم وبقائهم في السوق.

تتجسد مشكلة البحث الرئيسية في تحديد وقياس مدى تأثير جائحة كورونا على عوائد الأسهم والمخاطرة النظامية للشركات الصناعية قيد الدراسة ومن هنا يمكن التعبير عن مشكلة البحث من خلال أثاره عدد من التساؤلات و كالاتي:

1. ماهي درجة تأثير فيروس كورونا على الشركات في القطاع الصناعي؟
2. هل توجد تأثيرات فعلية لجائحة كورونا على عوائد الأسهم والمخاطرة النظامية في الشركات الصناعية ؟

ثانيا: أهمية البحث

يعد القطاع الصناعي من اهم القطاعات في سوق الاوراق المالية لذا فإن اي تحسين في اداء أعماله سيساهم في برفع كفاءة ادائها من خلال استثماراتها وعوائدها المتوقعة. ويشهد النظام المالي حقبة جديدة نماذج اعمال جديدة بمفاهيم تعمل على تغير الثقافة المالية. وتعتبر الجائحة المستجدة موضوعا مهما وضروريا في الوقت الحالي نظرا لآثارها على كافة اشكال الحياة المهمة ومنها الجانب الاقتصادي الذي يشهد حاليا أزمة كبيرة خاصة الأسواق المالية التي تعد قطاعا "هاما" وحساسا" جدا للمعلومة، حيث تشكل هذه الاخيرة حجر الأساس الذي يبني عليه المستثمرون قراراتهم باستخدام عوائد الاسهم الذي تساعد على بناء تنبؤات إقتصادية وتحدد اتجاهات الأسعار في السوق، ومن هنا تأتي أهمية البحث لمعرفة مدى تأثير تفشي جائحة كورونا على عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية لعينة من الشركات الصناعية. ومن ثم التعرف على نقاط القوة أو مواطن الضعف و النقص الذي حققته الجائحة على العوائد توازنا "مع المخاطرة".

ثالثا: اهداف البحث

أن التسارع في الاحداث والتغيرات البيئية مثل ظاهرة كورونا في الصناعة المالية قد بلورت افكار جديدة لمواجهة هذه الجائحة وتحقيق حالة التوازن بين العوائد والمخاطر. وقد هدفت البحث الى الاتي:

1. محاولة الاحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بوصف المتغيرات الرئيسية الخاصة بمؤشرات المخاطرة المالية وعوائد الاسهم في القطاع الصناعي.
2. التعرف على مدى قوة العلاقة وتأثير جائحة كورونا على كل من المخاطرة النظامية وعوائد الاسهم للشركات الصناعية قيد البحث.

رابعا: فرضيات البحث

الفرضية الرئيسية الاولى: ويوجد علاقة معنوية بين عوائد الاسهم والمخاطرة النظامية في ظل جائحة كورونا للعينة المبحوثة. و تتفرع منها فرضيات فرعية كما يأتي:

- توجد علاقة معنوية بين عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية بين الشركات في ظل جائحة كورونا.
 - توجد علاقة معنوية بين عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية على مستوى كل شركة في ظل جائحة كورونا.
- الفرضية الرئيسية لثانية: يوجد تأثير معنوي لجائحة كورونا على عوائد الاسهم والمخاطرة النظامية.

خامسا: العينة و مجتمع البحث

حدد مجتمع البحث في سوق العراق للاوراق المالية و تم اختبار عينة من الشركات في القطاع الصناعي بواقع (سبعة) شركات صناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية والتي تتمثل بالشركات (بغداد للمشروبات الغازية، تصنيع و تسويق التمور، العرقية للسجاد والمفروشات، الكندي للإنتاج اللقاحات، المنصور الدوائية، الصناعات المعدنية و الدراجات، الكيماوية البلاستيكية) لتكامل البيانات في الكشوفات المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2019/12/1 الى 2021/8/1، وتم اعتماد هذه الفترة كونها مرحلة ظهور و انتشار جائحة كورونا التي شهدتها الاقتصاد العالمي وتأثيرها على الأسواق المالية العالمية، وقد تم اعتماد المنهجين الوصفي و التحليلي (اي اسلوب البحث المعتمد) من خلال الجانب النظري لمختلف مفاهيم البحث، والمنهج القياسي التحليلي من خلال النمذجة الرياضية والمالية والقياسية باستخدام البرامج الاحصائي، Eviews.

الاطار النظري و مفاهيم البحث

يعرض هذا الجانب الأسس النظرية لمتغيرات البحث (عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية في ظل جائحة كورونا) ليصنع قاعدة يستند اليها الإطار العملي (التحليلي و الاحصائي) في استخراج نتائجه:

اولا/ عوائد الاسهم

يعد الهدف الأساس للاستثمار هو تحقيق عوائد مستقبلية، اذ يتمثل الاستثمار في الاستغناء عن مبلغ من المال في الوقت الحاضر، وتأجيل استهلاكه من قبل المستثمر، والعائد يعد المقياس الأساسي للقيمة المضافة من المبلغ المستثمر (Sheeba, 2011:154). ويمكن لحملة الأسهم العادية الاستفادة من الاستثمار بالأسهم العادية وذلك من خلال التحقيق عائد ايرادي والذي يتمثل بتوزيع الشركات لجزء من ارباحها على المستثمرين في الأسهم العادية من جانب، ومن جانب

ثاني تحقيق عائد رأسمالي والذي يتحقق بارتفاع قيمة السهم العادي (Scott,2005:11) يتعامل المستثمرون في سوق الأوراق المالية العديد من الأدوات المالية التي تتطلب اتخاذ قرارات عقلانية ونظراً لكون الاستثمار هو أحد أهم هذه المنتجات و إلا هي الأسهم العادية (Aroni al.et, 2014: 155) فإن للمخاطر العالية المرتبطة مع بدء الأعمال التجارية، للشركات عادةً ما يأتي من مؤسسيها في شكل استثمار في الأسهم العادية (Gitman.et,al,2012:244). لذلك تتطلب الأنشطة التجارية المتنوعة اتخاذ القرارات المدروسة في الوقت المناسب على ضوء المعلومات المتاحة. وتأخذ بعين الاعتبار مجموعة واسعة من العوامل في اتخاذ القرارات الاستثمارية (Addin al et , 2013:925). و احدي القضايا المهمة التي يأخذها المستثمرون بعين الاعتبار عند اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم المناسبة وفي الوقت المناسب هي عوائد الأسهم (Chambers al et,2013:279).

ويتم حساب معدل عائد الاسهم وفقاً للمعادلة الآتية:- (Mayo. , 2013:130).

$$R = \frac{DO + P1 - PO}{PO}$$

----(1).

اذ ان :

R: العائد المتحقق للاستثمار للاسهم

Do: حصة السهم من توزيعات الارباح

Po: سعر السهم في بداية الفترة .

P1: سعر السهم في نهاية الفترة.

ثانيا: المخاطرة المنتظمة

هناك العديد من التعريفات لمصطلح المخاطر ولعل أكثرها ملاءمة هو أن المخاطر المنتظمة عبارة عن تقلبات في القيمة السوقية للشركة (Henring,2004) "ويعتبر هذا المفهوم واسعاً ويعكس وجهة النظر التي تقول أن "المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي يمكن أن تنجم عن زعزعة الشركات، والتي بدورها يمكن أن تؤدي إلى عدم استقرار الشركات الأخرى". هذه سلسلة من ردود الفعل تهدد الاستقرار المالي وتؤثر سلباً على الاقتصاد الحقيقي من خلال انخفاض العرض الرأسمالي وسبولة السوق مما يؤدي إلى تعطل حقيقي للأنشطة وينطوي على تكاليف باهظة للاقتصاد (Baumöhl etal.,2020:2). ويشير (Dow) إلى أن المخاطرة النظامية هي أكثر الأنواع شيوعاً من المخاطر، وتؤدي المخاطر الأخلاقية دوراً رئيسياً في تعطيل دوافع الشركات، حيث تنشأ المخاطر النظامية من مخاطر كثرة الأنشطة والمتداولين أو مجموعة من المتداولين، أو من نوع عدواني من الثقافة التنظيمية (دافع نحو أرباح قصيرة الأجل)، أو فشل جماعي للإدارة في الشركات (أو عبر النظام المالي)، مما يؤدي إلى القصور الذاتي وعدم القدرة على الاستجابة لتغير الظروف الاقتصادية والتعرض المرتفع (الزائد) للشركات لنفس النوع من المخاطر (الصدمة المتماثلة) في النظام ككل (Dow,2000). توجد أيضاً الكثير لتعاريف المخاطر المنتظمة في الأدبيات. أولئك الذين يركزون بشكل كبير جداً على المشغلات أو نقاط التعثر والتي من المحتمل أن يكون هناك سلسلة من الآثار الاقتصادية السلبية. وقد أشار (شوارتز) إلى احتمال وجود "سلسلة متعاقبة من الخسائر المالية والاقتصادية" التي تواجهها الشركات أو كثرة تقلبات أسعار السوق المالية (Schwarcz,2008:198). بالتأكيد يتوافق تعريف (Schwarcz) (جيداً مع مفاجأة تفشي COVID-19 والآثار الاقتصادية المدمرة له تنتشر في جميع أنحاء العالم. ومع ذلك، فإنه محدود التطبيق لفهم كامل والتداعيات المتنوعة لوباء COVID-19، مع التركيز على المخاطر التي تتعرض لها الأنظمة المالية على عكس المخاطر داخل نظام أوسع. وبالتالي يجب أن يكون هناك اعتراف بـ الآثار الداخلية للجائحة COVID-19. واعتبر (Jean-Claude Trichet) المخاطر النظامية تهديداً ناشئاً عن تطورات النظام المالي التي تؤدي إلى فشل الشركات الكبيرة والمتربطة. (Jean-Claude Trichet, 2009). وكما عرّف (Acharya & Richardson) المخاطر النظامية بأنها الفشل المشترك للشركات وأسواق رأس المال الذي يقلل بشكل كبير من المعروض الرأسمالي للاقتصاد الحقيقي (Acharya and Richardson, 2009). كما عرف (Eijffinger) أنها تشير إلى تلك المخاطر المنتظمة، بغض النظر عن شكلها يتجسد، ويسبب فقدان الثقة وزيادة عدم اليقين بشأن عمل النظام المالي وأجزائه. ويمكن مفهوم المخاطر المنتظمة في تأثير العدوى وتأثير سلبي على الاقتصاد الحقيقي (Eijffinger,2012). وتضمن الخصائص الذاتية للمخاطر النظامية على أن ردود الفعل تدور فيما بينها يجب مراعاة الأنظمة والمحافظة نظراً لأن مخاطر السوق والنظام المؤسسي لا ينفصل (Baue,2021). أو بسبب الروابط بين الأنظمة وعبرها وتعرض إلى المخاطر المنتظمة مما يؤدي إلى إمكانية الانهيار الكامل للأنظمة بدلاً من الأجزاء أو المكونات الفردي، مما يؤدي إلى عواقب واسعة النطاق (Zhang) 2018. وتتوزع المخاطر المنتظمة بشكل كبير وتشمل مجموعة واسعة من الميزات. هذا

يعني أن أداة مالية أو مؤسسة أو سوق أو بنية تحتية للسوق أو جزء من قد يكون النظام المالي هو مصدر المخاطر المنتظمة، والناقل لها، وكذلك يكون تتأثر به. وليس من السهل تحديد ما إذا كان حجم الحدث (سيصبح) نظامياً، لأنه في الفترات المضطربة، وتقييم مدى تأثيره على الأجزاء أخرى قد يؤدي إلى تغييرات ديناميكية وقد يكون التقييم عرضة لتحيز قليل. يمكن أن يكون مصدر المخاطر النظامية داخل أو خارج النظام المالي أو منه يمكن أن ينتج عن الترابط بين الشركات ومالية معينة من الأسواق وتعرضها للاقتصاد الحقيقي (Szpunar, 2012).

كما يمكن أن تنشأ المخاطر المنتظمة لدى الشركات من أجل الأداء السليم لوظائف النظام المالي، وهو ما قد يكون عليه الحال بشدة أنظمة مركزية. أن انتشار المخاطر الشخصية من خلال استخدام النظام النسبة الأعلى في تطبيق الأنظمة المركزية قياساً بالأنظمة اللامركزية (Cifuentes, 2003).

واستناداً إلى مفهوم (De Bandt and Hartmann)، يمكن أن يشكل مصدر المخاطر المنتظمة لشركة التي تواجهها ذو أهمية نظامية كبيرة، كتخلفها عن السداد (أو حتى فترة أطول من السيولة) وخلق صدمة كبيرة للنظام المالي. من ناحية أخرى، قد تنجم المخاطر أيضاً عن عدد من الشركات ذات الأهمية المنهجية الأقل من تلقاء نفسها، ولكنها مترابطة ومعها تعرضات مماثلة وتخضع لصددمات متماثلة. وأن مثل هذا الفهم للمخاطر النظامية تسمح بتصنيف المخاطر النظامية واختيار الوقائية والعلاجية المناسبة الإجراءات (De Bandt and Hartmann, 2000). وقد ذكر أن العديد من هذه الآثار ستكون اقتصادية (Rizwan a; et, 2020)، ومع ذلك، فهي اقتصادية بحتة لتمثيل التداعيات متعددة الأبعاد لصدمة عالمية مثل جائحة كوفيد-19. وفيما يلي المعادلة التي توضح المخاطرة النظامية: (العامري، 2010: 43).

$$\beta_u = \text{cov}(R_j, R_m) / Q^2 R_M \quad (2) \text{-----}$$

حيث أن:

β_u = معامل بيتا

$\text{cov}(R_j, R_m)$ = التباين المشترك لمعدل العائد على الاستثمار

$Q^2 R_M$ = معدل عائد لمحفظ السوق

R_j, R_m = معامل ارتباط عائد السوق و عائد الشركة

Q = انحراف المعياري.

ثالثاً/ "جائحة كورونا

حدثت جائحة كورونا موجات من الصدمات التي اجتاحت اسواق الاوراق المالية العالمي، وتسببت في أكبر أزمة مالية واقتصادية عالمية، فيما يزيد على قرن من الزمان. وأدت هذه الأزمة إلى زيادة حادة في عدم المساواة داخل البلدان وفيما بينها. وتشير الشواهد الأولية إلى أن التعافي من هذه الأزمة سيكون متفاوتاً بقدر تفاوت آثارها المالية والاقتصادية الأولية، إذ تحتاج الاسواق المالية والشركات المحرومة مالياً وقتاً أطول كثيراً لتعويض ما نجم عن الجائحة من خسائر فقدان الدخل في سنة 2020، حيث نفذت الحكومات مجموعة واسعة من سياسات الاستجابة للأزمات للتخفيف من أسوأ الآثار المالية والاجتماعية والاقتصادية للجائحة. أدت القيود المفروضة على التنقل وعمليات الإغلاق وغيرها من تدابير الصحة العامة اللازمة للتصدي للجائحة بسرعة إلى حدوث أكبر أزمة مالية واقتصادية عالمية منذ أكثر من قرن. (World Bank, COVID-19 Household Monitoring Dashboard).

وفي خضم عدم اليقين الاستثنائي، يتصارع صانعو السياسات في جميع أنحاء العالم بالمهمة الدقيقة المتمثلة في تقليص تدابير الدعم المالي والاقتصادي التي تم وضعها خلال المراحل الأولى لجائحة COVID-19 مع تشجيع خلق الظروف اللازمة لاستعادة النشاط المالي والاقتصادي والنمو، حيث تمثل أحد التحديات المهمة في الافتقار إلى الشفافية - التي أوجدتها أو عززتها الجائحة والتي تتفاقم بسبب إجراءات السياسة - حول المخاطر في الميزانيات العمومية للقطاعين الخاص والعام. ما نعرفه هو أن الركود الناجم عن جائحة عام 2020 أدى إلى أكبر زيادة في الديون العالمية لمدة سنة واحد منذ عقود (World Bank Group Flagship, 2022). (Report).

على الرغم من تأثرت الشركات بشكل مباشر بالأزمة، إلا أن العواقب لهذه الصدمة الكبيرة تداعيات على الاقتصاد بأكمله من خلال العديد من التعزيزات المتبادلة القنوات التي تربط الصحة المالية الشركات والمؤسسات المالية والحكومات، بسبب هذا الترابط، يمكن للمخاطر المالية المرتفعة في قطاع واحد بسهولة تنتشر وتؤدي إلى زعزعة استقرار الاقتصاد الأوسع إذا تركت دون

رابع. عندما تكون الشركات تحت الضغوط المالية، يواجه القطاع المالي مخاطر أعلى من التخلف عن سداد القروض وأقل قدرة على تقديم الائتمان. وبالمثل، عندما يتدهور الوضع المالي للقطاع العام. (3) (World Bank Group Flagship Report, 2022).

هناك دليل على أن أحداث المخاطر النظامية شائعة نسبيًا، وإن كانت تحدث في الغالب على نطاق مكاني أصغر من معدل انتشار جائحة COVID-19 العالمي. هناك مجموعة من الأمثلة التي تنطوي على فشل النظم الاجتماعية والتكنولوجية، والتي كان لها آثار استدامة متعددة لا تقتصر على تقويض الاقتصاد المالي الرخاء (Zhang, 2018). تعتمد إدارة المخاطر المنتظمة التقليدية على التقييمات القائمة على السيناريوهات والتحليلات لتدخل صانعي السياسات ويعتمد هذا النهج الشائع على رأي الخبراء وهو سهل التنفيذ نسبيًا. من ناحية أخرى وتعتمد إدارة المخاطر النظامية الحديثة على قواعد بيانات ضخمة تم جمعها على منصات تكنولوجيا المعلومات. في هذه الحالة، فإن آراء الخبراء تكمل فقط الإدارة الشاملة للمخاطر النظامية، والتي تستخدم في الواقع معلومات من مصادر كمية منظمة ومصادر دلالية غير منظمة مثل وسائل التواصل الاجتماعي وبهذه الطريقة تمكن في إدارة المخاطر المنتظمة للجائحة (Solarz & Waliszewski, 2020: 341).

رابعاً: الربوط الفكرية بين متغيرات البحث

أثر فايروس كورونا المستجد على عوائد الأسهم الاسواق المالية العالمية والعربية والمحلية ومخاطر هابدون استثناء، سوا من خلال الاعلان عن عدد الحالات الجديدة أو عدد الوفيات الجديدة، لكن بدرجات وطبيعة متفاوتة، كما أن درجة التعافي وتجاوز الازمة كان مختلفا من اسواق اوراق المالية لآخرى، كما أن الارتباط القوي خلال الازمة يدل على وجود سلوك القطيع وانعكست بشكل واضح المخاطرة التي واجهتها الاسواق المالية خلال الجائحة. (M., & Tursoy, T). (2021 Mar 1).

وبالاعتماد على الافكار التي ركزت عليها متغيرات الدراسة الحالية، فأنها تتناول العلاقة بين المتغيرات في إطار عملية صنع القرار التي تركز على المستقبلية، وأن عملية صنع القرارات المالية هي ليست استثناء عن هذه القاعدة العامة، إذ تشكل المخاطرة العامل المهم في جميع عمليات صنع القرارات المالية، وعلى وجه الخصوص قرارات الاستثمار بالأسهم العادية (McLaney: 4, 2000). وبما أن المخاطرة جزء من وفرة الاستثمار

(Rathipelli and Adavelli, 2014: 1) لذلك، فإنه من المهم أن نلاحظ نقطتين في الاستثمار وهما التغير النسبي المتوقع في السعر (عوائد الأسهم) وعدم التأكد المصاحب لهذا العوائد (المخاطرة). (Mehrra, et. al, 2014: 373) وأن المخاطرة المرافقة للاستثمار بالأسهم العادية يمكن أن تكون مخاطر نظامية. (Mehrra at et, 2014: 375) ومع ذلك، فإن نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الذي وضعه (Sharpe) عام (1964) هو النموذج الوحيد الذي رسم المشكلة الهامة في الأدبيات المالية من خلال القياس الكمي للمبادلة بين المخاطرة والعائد المتوقع. (Günay, 2014: 1152). وبما أن المخاطرة النظامية هي ذلك الجزء المتقلب في العوائد الناجم عن العوامل المؤثرة في النظام المالي ككل أي مخاطرة البيئة الاقتصادية العامة عندما تكون البيئة غير مستقرة نتيجة الظروف فإنه لا يمكن للشركة تجنبها ولكن يمكنها تخفيف حدة هذه المخاطرة بتحقيقها العائد المتوقع الذي يتناسب مع درجة المخاطرة، ومن هنا تبين جائحة كورونا كاحدى العوامل الذي سببت في حالة عدم الاستقرار في البيئة المالية نتيجة التقلب في العائد المتوقع عن العائد المتوقع الناتج عن عوامل خارجية (جائحة كورونا) التي لا تستطيع الشركات التحكم فيها مما يؤثر على التوقعات المستثمرين تجاه السوق المالي، وانتشار هذه الجائحة ينعكس على انخفاض شديد في عوائد الاسهم الشركات نتيجة المخاطرة العالية لفيروس كورونا التي كان من الصعب التحكم فيه نتيجة درجة التقلب العالي في مؤشرات السوق وعدم استقراره البيئة الاقتصادية وخلل النظام المالي للشركات المدرجة في كافة القطاعات في سوق الاوراق المالية للارتفاع المخاطرة النظامية تراجع اسعار الاسهم والنشاطات التشغيلية نتيجة COVID-19، وتعد هذا النوع من المخاطر النظامية لعمال إذ تصاحب التمويل الممتلك تتعرض الشركات عوائدها الى المخاطرة و تكون مخاطرتها النظامية مساوية للمخاطر النظامية لعمال.

الجانب العملي

تحليل و مناقشة عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية في ظل جائحة كورونا

سيتم في هذا الجانب عرض و مناقشة أثر جائحة كورونا على عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية، لغرض زيادة المصادقية ولتحديد ادق للواقع الحالي للجائحة التي واجهت سوق العراق للاوراق المالية، لتحديد عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية. من خلال أستخراج المتوسط الحسابي لشركات كل منها على حدا خلال فترة الدراسة... وفيما يلي توضيح لشركات عينة الدراسة من خلال الجدوال:-

الجدول (1) عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية في ظل جائحة كورونا لشركة بغداد للمشروبات الغازية لفترة لشهر كانون الثاني للعام 2019 الى شهر آب 2021

السنوات	متوسط عوائد الاسهم	covid 19	المخاطرة النظامية	covid 19
2019	0.42	0	0.00	0
2020	-0.30	0	0.00	1
2020	-0.20	0	0.00	0
2020	-0.26	0	0.00	0
2020	-1.00	0	0.00	0
2020	-1.00	0	0.00	0
2020	-0.27	0	0.00	0
2020	-0.23	0	0.00	1
2020	-0.45	0	0.00	1
2020	0.01	0	0.00	1
2020	0.56	0	0.00	0
2020	1.75	1	0.00	0
2020	1.75	1	0.00	0
متوسط 2020	0.06		0.00	
2021	0.00	0	0.00	0
2021	2.22	1	0.00	0
2021	0.00	0	0.00	0
2021	2.77	1	26.95	1
2021	0.16	0	0.00	0
2021	3.04	1	0.00	1
2021	2.51	1	0.00	0
2021	2.60	1	0.01	0
متوسط 2021	0.64		1.23	
المتوسط العام	1.66		3.37	

المصدر: من اعداد الباحثة وفقا للبيانات المتاحة في سوق العراق للاوراق المالية

1. تحليل و مناقشة عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية في ظل ظاهرة كورونا لشركة بغداد للمشروبات الغازية لفترة من شهر كانون الثاني للعام 2019 الى شهر آب 2021): يتضح من خلال الجدول (1) ومن مقارنة بين النتائج التي حققتها شركة بغداد لمشروبات الغازية للعوائد الاسهم والمخاطرة النظامية مع المتوسط العام من الفترة المبحوثة و البالغ (1.66) لمتوسط عوائد الاسهم و للمخاطرة النظامية (3.37). نجد ان متوسط عوائد الاسهم لشهر كانون الثاني (2019) بلغت (0.42) حققت ادنى عائد مقارنة بالوسط الحسابي العام للسنوات الدراسة، مما اوضحت المخاطرة النظامية (0.00) منخفضة مقارنة بالمتوسط العام للمخاطرة النظامية. نلاحظ ان متوسط عوائد الاسهم بلغت (0.06) لشهر كانون الثاني (2020) أقل من المتوسط العام، أما المخاطرة النظامية للعام 2020 (0.00). وفي المقابل بالنسبة للعام 2021 للشهر (نيسان، حزيران، آب، تموز). حققت اكبر عائد مقارنة بالمتوسط العام بلغت (2.51, 2.60, 2.77, 3.04) على التوالي. وفي المقابل حققت المخاطرة النظامية لشهر آب 2021 (26.95) وهو أكبر مقارنة بالمتوسط (1.23). و عند مقارنة عوائد الاسهم لشركة بغداد للمشروبات الغازية خلال جائحة كورونا لفترة الدراسة تبين ان

المتوسط العام للعوائد الاسهم بلغت (1.66) اقل من مستوى الحدث اي مستوى حدث كورونا بنسبة حدث (1-5)، وعند مقارنة عوائد الاسهم عند شهر كانون الثاني 2019 نسبة الحدث لجائحة الكورونا 0 عند مقارنة بالعوائد الاسهم التي بلغت (0.42) مما يدل على عوائد الاسهم لم تتأثر بجائحة الكورونا وفي المقابل نلاحظ ان عوائد الاسهم لشهر كانون الثاني (2020) بلغت (-0.06) اقل من مستوى الحدث 1 مما يدل على انخفاض عوائد الاسهم خلال جائحة كورونا لشركة بغداد للمشروبات و تبين التأثير بشكل واضح لجائحة كورونا، خلال فترة الدراسة، مما نلاحظ عوائد الاسهم في شهر تموز 2021 بلغت (3.04) عند مقارنة بمستوى الحدث (1) تبين تأثير جائحة كورونا على عوائد الاسهم. اما عند مقارنة المخاطرة النظامية عند جائحة كورونا خلال فترة البحث، تبين أن المخاطرة النظامية (3.37) اكبر من مستوى الحدث (0) مما يعني المخاطرة منخفضة جدا للعام 2019 شهر كانون الثاني لبدية ظهور الجائحة كورونا، وعند مقارنة المخاطرة النظامية وجائحة كورونا لشركة بغداد للمشروبات الغازية اظهرت المخاطرة النظامية عند شهر آب 2021 (1.60) و كانون الثاني للعام 2020 كانت (0.01) بمستوى الحدث (0) مما يدل على انخفاض تأثير المخاطرة النظامية من خلال جائحة كورونا.

الجدول (2) عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية لشركة تصنيع و تسويق التمور-عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية لشركة العراقية للسجاد والمفروشات

السنوات	متوسط عوائد الاسهم	covid 19	المخاطرة النظامية	covid 19
2019	2.51	0.00	6.26	1
2020	3.94	1.00	5.45	0
2020	5.72	1.00	1.15	0
2020	4.72	1.00	0.01	0
2020	3.56	1.00	1.20	0
2020	-1.00	0.00	0.00	0
2020	5.48	1.00	-0.01	0
2020	-1.00	0.00	0.00	0
2020	8.38	1.00	0.04	0
2020	-0.44	0.00	0.00	0
2020	2.18	0.00	0.00	0
2020	2.72	1.00	0.14	0
2020	-0.15	0.00	0.00	0
متوسط 2020	2.84		0.67	
2021	-0.55	0.00	0.00	0
2021	2.11	0.00	0.03	0
2021	0.00	0.00	0.00	0
2021	-5.41	0.00	0.30	0
2021	6.21	1.00	0.00	0
2021	9.96	1.00	0.01	0
2021	4.86	1.00	2.49	1
متوسط 2021	2.46	0.00	0.40	0
المتوسط العام	2.69		0.82	

الجدول (3) عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية لشركة تصنيع و تسويق التمور-عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية لشركة العراقية للسجادو المفروشات

السنوات	متوسط عوائد الاسهم	covid 19	المخاطرة النظامية	covid 19
2019	-0.28	0.00	0.00	0.00
2020	-0.16	0.00	0.00	0.00
2020	-0.04	1.00	0.00	0.00
2020	-0.08	1.00	0.00	0.00
2020	-1.00	0.00	0.00	0.00
2020	-1.00	0.00	0.00	0.00
2020	-0.60	0.00	0.00	0.00
2020	0.20	1.00	0.00	0.00
2020	0.00	0.00	0.00	0.00
2020	0.00	0.00	0.00	0.00
2020	0.00	0.00	0.00	0.00
2020	0.00	0.00	0.00	0.00
2020	0.00	0.00	0.00	0.00
متوسط 2020	-0.22		0.00	
2021	0.00	0.00	0.00	0.00
2021	-0.07	1.00	1.32	0.00
2021	-0.18	0.00	0.00	0.00
2021	0.00	0.00	0.00	0.00
2021	-0.10	1.00	0.00	0.00
2021	-0.11	1.00	0.00	0.00
2021	-0.41	0.00	0.00	0.00
2021	0.94	1.00	2.83	1.00
المتوسط 2021	0.01		0.52	
المتوسط العام	-0.14		0.20	

المصدر: من اعداد الباحثة وفقا للبيانات المتاحة في سوق العراق للاوراق المالية.

3. تحليل ومناقشة عوائد الاسهم والمخاطرة النظامية في ظل ظاهرة كورونا لشركة تصنيع وتسويق التمور لفترة من شهر كانون الثاني للعام 2019 الى شهر آب 2021: يتضح من خلال الجدول (2) ومن مقارنة بين النتائج التي حققتها شركة تصنيع و تسويق التمور للعوائد الاسهم والمخاطرة النظامية مع المتوسط العام من الفترة المبحوثة والبالغ (-1.14) لمتوسط عوائد الاسهم و للمخاطرة النظامية (0.20). نجد أن متوسط عوائد الاسهم لشهر كانون الثاني (2019) بلغت (-2.28) حققت ادنى عائد مقارنة بالوسط الحسابي العام للسنوات، مما اوضحت المخاطرة النظامية (0.00) منخفضة مقارنة بالمتوسط العام للمخاطرة النظامية. نلاحظ ان متوسط عوائد الاسهم بلغت (-0.22) للشهر كانون الثاني (2020) أقل من المتوسط العام، اما المخاطرة النظامية للعام 2020 (0.00). وفي المقابل بالنسبة للعام 2021 لشهر (أب) حققت اكبر عائد مقارنة بالمتوسط العام بلغت (0.94). وفي المقابل حققت المخاطرة النظامية لشهر آب 2021 (2.83) مقارنة بالمتوسط العام. وعند مقارنة عوائد الاسهم للشركة تصنيع و تسويق التمور خلال جائحة كورونا لفترة الدراسة تبين ان المتوسط العام للعوائد الاسهم بلغت (-1.14) أقل من مستوى الحدث (اي مستوى حدث كورونا بنسبة حدث (1-5)، وعند مقارنة عوائد الاسهم عند شهر كانون الثاني 2019 نسبة الحدث للظاهرة الكورونا (0.00) عند مقارنة بالعوائد الاسهم التي بلغت (-0.28) مما يدل على عوائد الاسهم لم تتأثر بجائحة الكورونا وفي المقابل نلاحظ ان عوائد الاسهم للشهر كانون الثاني (2020) بلغت (-0.22) أقل من مستوى الحدث (1) مما يدل على انخفاض عوائد الاسهم خلال جائحة الكورونا للشركة تصنيع وتسويق التمور وتبين التأثير بشكل واضح للجائحة كورونا، خلال فترة البحث، مما نلاحظ

متوسط عوائد الاسهم في شهر تموز 2021 بلغت (0.01) عند مقارنة بمستوى الحدث (1) تبين تأثير جائحة كورونا على عوائد الاسهم. اما عند مقارنة المخاطرة النظامية عند جائحة كورونا خلال فترة الدراسة، تبين أن المخاطرة النظامية (0.52) اكبر من مستوى الحدث (0) مما يعني المخاطرة منخفضة جدا للعام 2019 شهر كانون الثاني لبدية ظهور الجائحة كورونا، و عند مقارنة المخاطرة النظامية و جائحة كورونا لشركة تصنيع و تسويق التمور، أظهرت المخاطرة النظامية كانون الثاني للعام 2020 كانت (0.00)، عند شهر شباط 2021 بلغت (1.32) و بمستوى الحدث (0) مما يدل على انخفاض تأثير المخاطرة النظامية من جائحة كورونا.

4. تحليل و مناقشة عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية في ظل ظاهرة كورونا لشركة العراقية للسجاد و المفروشات من شهر كانون الثاني للعام 2019 الى شهر آب 2021: يتضح من خلال الجدول (3) ومن مقارنة بين النتائج التي حققها شركة العراقية للسجاد و المفروشات للعوائد الاسهم و المخاطرة النظامية مع المتوسط العام من الفترة المبحوثة و البالغ (2.69) للمتوسط عوائد الاسهم و للمخاطرة النظامية (0.82). نجد ان متوسط عوائد الاسهم للشهر كانون الثاني (2019) بلغت (2.51) حققت ادنى عائد مقارنة بالوسط الحسابي العام للسنوات، مما اوضحت المخاطرة النظامية (6.26) منخفضة مقارنة بالمتوسط العام للمخاطرة النظامية. نلاحظ ان متوسط عوائد الاسهم بلغت (2.84) للشهر كانون الثاني (2020) أقل من المتوسط العام، اما المخاطرة النظامية للعام 2020 (0.67). وفي المقابل بالنسبة للعام 2021 لشهر (تموز) حققت اكبر عائد مقارنة بالمتوسط العام بلغت (9.96). وفي المقابل حققت المخاطرة النظامية لشهر آب 2021 (2.49) مقارنة بالمتوسط العام. وعند مقارنة عوائد الاسهم لشركة العراقية للسجاد و المفروشات خلال جائحة كورونا لفترة الدراسة تبين أن المتوسط العام للعوائد الاسهم بلغت (2.69) أقل من مستوى الحدث (0) اي مستوى حدث كورونا بنسبة حدث (1-5)، وعند مقارنة عوائد الاسهم عند شهر كانون الثاني 2019 نسبة الحدث للظاهرة الكورونا (0.00) عند مقارنة بالعوائد الاسهم التي بلغت (2.51)، مما يدل على عوائد الاسهم لم تتأثر بجائحة الكورونا وفي المقابل نلاحظ ان عوائد الاسهم للشهر كانون الثاني (2020) بلغت (2.84) أقل من مستوى الحدث (1) مما يدل على انخفاض عوائد الاسهم خلال جائحة الكورونا لشركة العراقية للسجاد و المفروشات و تبين التأثير بشكل واضح للجائحة كورونا، خلال فترة الدراسة، مما نلاحظ متوسط عوائد الاسهم في شهر تموز 2021 بلغت (2.46) عند مقارنة بمستوى الحدث (0) تبين تأثير جائحة كورونا على عوائد الاسهم. اما عند مقارنة المخاطرة النظامية عند جائحة كورونا خلال فترة الدراسة، تبين أن المخاطرة النظامية (6.26) اكبر من مستوى الحدث (1) مما يعني المخاطرة منخفضة جدا للعام 2019 شهر كانون الثاني لبدية ظهور الجائحة كورونا، و عند مقارنة المخاطرة النظامية و جائحة كورونا لشركة العراقية للسجاد و المفروشات أظهرت المخاطرة النظامية لشهر كانون الثاني للعام 2020 كانت (0.67)، عند شهر آب 2021 بلغت (2.49) و بمستوى الحدث (0) مما يدل على انخفاض تأثير المخاطرة النظامية من جائحة كورونا.

الجدول (4) عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية شركة الكندي لانتاج اللقاحات عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية شركة المنصور الدوانية

السنوات	متوسط عوائد الاسهم	covid 19	المخاطرة النظامية	covid 19
2019	-0.64	0.00	0.00	0.00
2020	-0.10	1.00	0.00	1.00
2020	-0.44	0.00	0.00	0.00
2020	0.18	1.00	0.00	1.00
2020	-1.00	0.00	0.00	0.00
2020	-1.00	0.00	0.00	0.00
2020	-0.57	0.00	0.00	1.00
2020	-0.50	0.00	0.00	0.00
2020	-0.83	0.00	0.00	1.00
2020	-0.43	0.00	0.00	1.00
2020	-0.50	0.00	0.00	1.00
2020	-0.50	0.00	0.00	1.00
2020	0.00	0.00	0.00	0.00
متوسط 2020	-0.48		0.00	
2021	0.00	0.00	0.00	0.00
2021	2.72	1.00	0.00	1.00
2021	-0.16	1.00	0.00	1.00
2021	-0.29	0.00	0.00	1.00
2021	-0.13	1.00	0.00	0.00
2021	-0.39	0.00	0.03	0.00
2021	-0.37	0.00	0.00	0.00
2021	-0.50	0.00	0.00	1.00
المتوسط 2021	0.11		0.00	
المتوسط العام	-0.27		0.00	

الجدول (5) عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية شركة الكندي لانتاج اللقاحات عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية شركة المنصور الدوائية

السنوات	متوسط عوائد الاسهم	covid 19	المخاطرة النظامية	covid 19
2019	-0.30	0	0.00	0
2020	-0.28	0	0.00	0
2020	-0.19	0	0.00	0
2020	-0.25	0	0.00	0
2020	-0.67	0	0.00	0
2020	-1.00	0	0.00	0
2020	1.27	1	0.00	0
2020	1.25	1	0.00	0
2020	-0.31	0	0.00	0
2020	1.07	1	0.00	0
2020	1.13	1	0.00	0
2020	1.34	1	0.00	0
2020	1.45	1	0.00	0
متوسط 2020	0.40		0.00	
2021	1.44	1	8.53	1
2021	1.55	1	0.00	0
2021	1.72	1	0.00	0
2021	-0.27	0	0.00	0
2021	-0.34	0	0.00	0
2021	-0.28	0	0.00	0
2021	-1.00	0	0.00	0
2021	0.00	0	0.00	0
متوسط 2021	0.35	0	0.39	
المتوسط العام	0.91		0.95	

المصدر: من اعداد الباحثة وفقا للبيانات المتاحة في سوق العراق للاوراق المالية.

5. تحليل و مناقشة عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية في ظل ظاهرة كورونا لشركة الكندي لانتاج اللقاحات من شهر كانون الثاني للعام 2019 الى شهر آب 2021: يتضح من خلال الجدول (4) ومن مقارنة بين النتائج التي حققها شركة الكندي لانتاج اللقاحات للعوائد الاسهم والمخاطرة النظامية مع المتوسط العام من الفترة المبحوثة والبالغ (-0.27) للمتوسط عوائد الاسهم والمخاطرة النظامية (0.00). نجد ان متوسط عوائد الاسهم لشهر كانون الثاني (2019) بلغت (-0.64) حققت ادنى عائد مقارنة بالوسط الحسابي العام للسنوات، مما اوضحت المخاطرة النظامية (0.00) منخفضة مقارنة بالمتوسط العام للمخاطرة النظامية. نلاحظ ان متوسط عوائد الاسهم بلغت (-0.48) للشهر كانون الثاني (2020) أقل من المتوسط العام، أما المخاطرة النظامية للعام 2020 (0.00). في المقابل بالنسبة للعام 2021 لشهر (شباط) حققت اكبر عائد مقارنة بالمتوسط العام بلغت (2.72). وفي المقابل حققت المخاطرة النظامية لشهر حزيران 2021 (0.03) مقارنة بالمتوسط العام. وعند مقارنة عوائد الاسهم لشركة الكندي لانتاج اللقاحات خلال جائحة كورونا لفترة الدراسة تبين ان المتوسط العام للعوائد الاسهم بلغت (-0.27) أقل من مستوى الحدث (0) اي مستوى حدث كورونا بنسبة حدث (1-5)، وعند مقارنة عوائد الاسهم عند شهر كانون الثاني 2019 نسبة الحدث لجائحة كورونا (0.00) عند مقارنة بالعوائد الاسهم التي بلغت (-0.64) مما يدل على عوائد الاسهم لم تتأثر بجائحة كورونا وفي المقابل نلاحظ ان عوائد الاسهم

لشهر كانون الثاني (2020) بلغت (-0.48) أقل من مستوى الحدث (1). مما يدل على انخفاض عوائد الاسهم خلال جائحة كورونا للشركة الكندي لانتاج اللقاحات و تبين التأثير بشكل واضح للجائحة كورونا، خلال فترة الدراسة، مما نلاحظ متوسط عوائد الاسهم في شهر شباط 2021 بلغت (2.72) عند مقارنة بمستوى الحدث (1) تبين تأثير جائحة كورونا على عوائد الاسهم. اما عند مقارنة المخاطرة النظامية عند جائحة كورونا خلال فترة الدراسة، تبين أن المخاطرة النظامية (0.00) اكبر من مستوى الحدث (0)، مما يعني بأنه المخاطرة منخفضة جدا للعام 2019 شهر كانون الثاني لبدية ظهور جائحة كورونا، وعند مقارنة المخاطرة النظامية وجائحة كورونا للشركة الكندي لانتاج اللقاحات، اظهرت المخاطرة النظامية لشهر كانون الثاني للعام 2020 كانت (0.00)، عند شهر حزيران 2021 بلغت (0.03) وبمستوى الحدث (0) مما يدل على انخفاض تأثير المخاطرة النظامية من جائحة كورونا.

6. تحليل و مناقشة عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية في ظل ظاهرة كورونا لشركة المنصور الدوائية من شهر كانون الثاني للعام 2019 الى شهر آب 2021: يتضح من خلال الجدول (5) ومن مقارنة بين النتائج التي حققها شركة المنصور الدوائية للعوائد الاسهم والمخاطرة النظامية مع المتوسط العام من الفترة المبحوثة و البالغ (0.91) للمتوسط عوائد الاسهم و للمخاطرة النظامية (0.95). نجد أن متوسط عوائد الاسهم للشهر كانون الثاني (2019) بلغت (-0.30) حققت ادنى عائد مقارنة بالوسط الحسابي العام للسنوات الدراسة، مما أوضح المخاطرة النظامية (0.00) منخفضة مقارنة بالمتوسط العام للمخاطرة النظامية. نلاحظ ان متوسط عوائد الاسهم بلغت (0.40) للشهر كانون الثاني (2020) أقل من المتوسط العام، اما المخاطرة النظامية لعام 2020 (0.00). وفي المقابل بالنسبة للعام 2021 الاشهر (كانون الثاني، شباط، اذار) حققت اكبر عائد مقارنة بالمتوسط العام بلغت (1.72، 1.55، 1.44). وفي المقابل حققت المخاطرة النظامية لشهر كانون الثاني 2021 (8.53) مقارنة بالمتوسط العام. و عند مقارنة عوائد الاسهم لشركة المنصور الدوائية خلال جائحة كورونا للفترة الدراسة تبين أن المتوسط العام للعوائد الاسهم بلغت (0.91) اكبر من مستوى الحدث (0) اي مستوى حدث كورونا بنسبة حدث (5-1)، وعند مقارنة عوائد الاسهم عند شهر كانون الثاني 2019 نسبة الحدث للظاهرة الكورونا (0) عند مقارنة بالعوائد الاسهم التي بلغت (-0.30) مما يدل على عوائد الاسهم لم تتأثر بجائحة الكورونا وفي المقابل نلاحظ ان عوائد الاسهم لشهر كانون الثاني (2020) بلغت (0.40) اكثر بقليل من مستوى الحدث (0). مما يدل على انخفاض عوائد الاسهم خلال جائحة كورونا لشركة المنصور الدوائية وتبين التأثير بشكل واضح للجائحة كورونا، خلال فترة الدراسة، مما نلاحظ المتوسط لعوائد الاسهم للعام 2021 بلغت (0.35) عند مقارنة بمستوى الحدث (0) تبين تأثير جائحة كورونا على عوائد الاسهم. اما عند مقارنة المخاطرة النظامية عند جائحة كورونا خلال فترة الدراسة، تبين أن المخاطرة النظامية (-0.30) أقل من مستوى الحدث (0)، مما يعني بأنه المخاطرة منخفضة جدا للعام 2019 شهر كانون الثاني لبدية ظهور جائحة كورونا، و عند مقارنة المخاطرة النظامية وجائحة كورونا لشركة المنصور الدوائية، اظهرت أن المخاطرة النظامية لشهر كانون الثاني للعام 2020 كانت (-0.30)، عند شهر حزيران 2021 بلغت (0.39) وبمستوى الحدث (0) مما يدل على بدء تأثير المخاطرة النظامية من جائحة كورونا.



الجدول (6)

عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية في ظل جائحة كورونا شركة الصناعات المعدنية و الدرجات -عوائد الاسهم و مخاطرة ل النظامية شركة الكيماوية والبلاستيكية

السنوات	متوسط عوائد الاسهم	covid 19	المخاطرة النظامية	covid 19
2019	0.00	1	0.09	1
2020	0.47	1	0.00	1
2020	-0.21	1	0.00	1
2020	-0.41	1	0.00	0
2020	-1.00	0	0.00	0
2020	-1.00	0	0.00	1
2020	-0.22	1	0.00	0
2020	-0.46	0	0.00	1
2020	-0.84	0	0.00	1
2020	-0.80	0	0.00	1
2020	-0.55	0	0.00	1
2020	0.00	0	0.00	0
2020	0.00	0	0.00	0
متوسط 2020	-0.38		0.01	
2021	0.00	0	0.00	0
2021	0.00	0	0.00	0
2021	-0.49	0	0.00	0
2021	-0.63	0	0.00	0
2021	-1.00	0	0.00	0
2021	-0.50	0	0.00	1
2021	-0.67	0	0.00	0
2021	-1.00	0	0.00	0
متوسط 2021	-0.54		0.00	
المتوسط العام	-0.44		0.00	

الجدول (7) عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية في ظل جائحة كورونا شركة الصناعات المعدنية و الدرجات -عوائد الاسهم و مخاطرة ل النظامية شركة الكيماوية والبلاستيكية

السنوات	متوسط عوائد الاسهم	covid 19	المخاطرة النظامية	covid 19
2019	-0.34	0	0.00	1
2020	0.01	1	0.00	0
2020	-0.20	1	0.00	1
2020	-0.25	1	0.00	0
2020	-1.00	0	0.00	0
2020	-1.00	0	0.00	0
2020	-0.10	1	0.00	0
2020	-0.33	0	0.00	0
2020	-0.45	0	0.00	0
2020	0.00	1	0.00	0
2020	-0.33	0	0.00	1
2020	-0.27	1	0.00	0
2020	-0.30	1	0.00	0
متوسط 2020	-0.35		0.00	
2021	-0.32	0	0.00	0
2021	-0.22	1	0.00	1
2021	-0.32	0	0.00	0
2021	-0.35	0	0.00	1
2021	0.23	1	0.00	1
2021	-0.28	1	0.00	1
2021	-0.29	1	0.00	1
2021	-0.40	0	0.00	1
متوسط 2021	-0.24		0.00	
المتوسط العام	-0.31		0.00	

المصدر: من اعداد الباحثة وفقا للبيانات المتاحة في سوق العراق للاوراق المالية

7. تحليل و مناقشة عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية في ظل جائحة كورونا شركة الصناعات المعدنية و الدرجات من شهر كانون الثاني للعام 2019 الى شهر آب 2021: يتضح من خلال الجدول (6) ومن مقارنة بين النتائج التي حققها شركة الصناعات المعدنية و الدرجات للعوائد الاسهم والمخاطرة النظامية مع المتوسط العام من الفترة المبحوثة و البالغ (-0.44) للمتوسط عوائد الاسهم و للمخاطرة النظامية (0.00). نجد ان متوسط عوائد الاسهم لشهر كانون الثاني (2019) بلغت (0.00) حققت ادنى عائد مقارنة بالوسط الحسابي العام للسنوات الدراسة، مما اوضحت المخاطرة النظامية (0.09) منخفضة مقارنة بالمتوسط العام للمخاطرة النظامية. نلاحظ ان متوسط عوائد الاسهم بلغت (-0.38) للشهر كانون الثاني (2020) أقل من المتوسط العام، اما المخاطرة النظامية للعام 2020 (0.01). وفي المقابل بالنسبة للعام 2021 كافة الاشهر حققت انخفاض ملحوظ في العوائد مقارنة بالمتوسط العام. وفي المقابل حققت المخاطرة النظامية لشهر كانون الثاني 2021 (0.00) مقارنة بالمتوسط العام. وعند مقارنة عوائد الاسهم لشركة الصناعات المعدنية و الدرجات خلال جائحة كورونا لفترة المبحوثة تبين ان المتوسط العام للعوائد الاسهم بلغت (-0.44) أقل من مستوى الحدث (0) اي مستوى حدث كورونا بنسبة حدث (1-5)، وعند مقارنة عوائد الاسهم عند شهر كانون الثاني 2019 نسبة الحدث للظاهرة كورونا (0) عند مقارنة بالعوائد الاسهم التي بلغت (-0.38) مما يدل على عوائد الاسهم لم تتأثر بجائحة كورونا وفي المقابل نلاحظ ان عوائد الاسهم لشهر كانون الثاني (2020) بلغت (0.40) أقل من مستوى الحدث (0). مما يدل على انخفاض عوائد الاسهم خلال جائحة كورونا لشركة الصناعات المعدنية و الدرجات و تبين التأثير بشكل واضح للجائحة كورونا، خلال

فترة الدراسة، مما نلاحظ المتوسط لعوائد الاسهم للعام 2021 بلغت (-0.54) عند مقارنة بمستوى الحدث (0) تبين تأثير جائحة كورونا على عوائد الاسهم. اما عند مقارنة المخاطرة النظامية عند جائحة كورونا خلال فترة الدراسة، تبين أن المخاطرة النظامية (0.09) أقل من مستوى الحدث (1)، مما يعني بأنه المخاطرة مرتفعة جدا للعام 2019 شهر كانون الثاني لبدية ظهور جائحة كورونا، و عند مقارنة المخاطرة النظامية و جائحة كورونا لشركة الصناعات المعدنية و الدراجات، اظهرت المخاطرة النظامية لشهر كانون الثاني للعام 2020 كانت (0.01) عند مستوى (1)، اما المخاطرة النظامية للشهر (2021) بلغت (0.00) و بمستوى الحدث (0) مما يدل على انخفاض تأثير المخاطرة النظامية من جائحة كورونا.

8. تحليل و مناقشة عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية في ظل ظاهرة كورونا لشركة الكيماوية والبلاستيكية من شهر كانون الثاني للعام 2019 الى شهر آب 2021: يتضح من خلال الجدول (7) ومن مقارنة بين النتائج التي حققها شركة الكيماوية والبلاستيكية للعوائد الاسهم و المخاطرة النظامية مع المتوسط العام من الفترة المبحوثة و البالغ (-0.31) للمتوسط عوائد الاسهم و للمخاطرة النظامية (0.00). نجد ان متوسط عوائد الاسهم لشهر كانون الثاني (2019) بلغت (-0.34) حققت ادنى عائد مقارنة بالوسط الحسابي العام للسنوات مما اوضحت المخاطرة النظامية (0.00) منخفضة مقارنة بالمتوسط العام للمخاطرة النظامية. نلاحظ ان متوسط عوائد الاسهم بلغت (-0.38) لشهر كانون الثاني (2020) أقل من المتوسط العام، أما المخاطرة النظامية للعام 2020 (-0.35). وفي المقابل بالنسبة للعام 2021 كافة الاشهر حققت انخفاض ملحوظ في العوائد مقارنة بالمتوسط العام. وفي المقابل حققت المخاطرة النظامية لشهر كانون الثاني 2021 (0.00) مقارنة بالمتوسط العام. وعند مقارنة عوائد الاسهم لشركة الكيماوية والبلاستيكية خلال جائحة كورونا لفترة البحث تبين ان المتوسط العام للعوائد الاسهم بلغت (-0.31) أقل من مستوى الحدث (0) اي مستوى حدث كورونا بنسبة حدث (1- 5)، وعند مقارنة عوائد الاسهم عند شهر كانون الثاني 2019 نسبة الحدث للجائحة كورونا (0) عند مقارنة بالعوائد الاسهم التي بلغت (-0.34) مما يدل على عوائد الاسهم لم تتأثر بجائحة كورونا وفي المقابل نلاحظ ان عوائد الاسهم لشهر كانون الثاني (2020) بلغت (-0.35) أقل من مستوى الحدث (1). مما يدل على انخفاض عوائد الاسهم خلال جائحة كورونا لشركة الكيماوية والبلاستيكية و تبين التأثير بشكل واضح للجائحة كورونا، خلال فترة البحث، مما نلاحظ المتوسط لعوائد الاسهم للعام 2021 بلغت (-0.24) عند مقارنة بمستوى الحدث (0) تبين تأثير جائحة كورونا على عوائد الاسهم. أما عند مقارنة المخاطرة النظامية عند جائحة كورونا خلال فترة الدراسة، تبين أن المخاطرة النظامية (0.00) تقترب من مستوى الحدث (0)، مما يعني بأنه المخاطرة منخفضة جدا للعام 2019 شهر كانون الثاني لبدية ظهور جائحة كورونا، وعند مقارنة المخاطرة النظامية و جائحة كورونا لشركة الكيماوية والبلاستيكية، اظهرت المخاطرة النظامية لشهر كانون الثاني للعام 2020 كانت (0.00) عند مستوى (0)، أما المخاطرة النظامية للشهر (2021) بلغت (0.00) و بمستوى الحدث (1) مما يدل على انخفاض تأثير المخاطرة النظامية من جائحة كورونا.

تحليل نتائج الاختبار

تتناول نتائج اختبار عوائد الاسهم و المخاطرة النظامية للشركات عينة الدراسة وفقا للبيانات الشهرية من (2019) 12 (كانون الثاني) الى 8: 2021 (أب): واصبح من الواضح أن النقطة الأساسية في كل البحوث التطبيقية هي العلاقة المفترضة بين متغير معتمد ومتغيرات مستقلة والتعرف على طبيعة العلاقة بين تلك المتغيرات وقياس أثرها المتبادل. وقد تمت الاستعانة ببعض الاختبارات والتقديرات وكانت النتائج على النحو الاتي:

اولا: اختبار علاقات الارتباط (حجم التكامل) و مستوى التكامل المشترك بين المتغيرات (Co -Integration Analysis):

فان اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات داخل النموذج هو من الاختبارات المهمة لبيان مستوى التكامل بين المتغيرات المبحوثة، حتى يسمح بإجراء تقدير النموذج من الضروري وجود على الأقل علاقة واحدة بين المتغيرات، وتبين نتائج هذا الاختبار من خلال الجدول (8).

الجدول (8)

نتائج اختبار لبيان التكامل المشترك بين متغيرات و لكافة الشركات لفترة من شهر كانون الثاني 2019 الى شهر آب 2021

الشركات/ عوائد الاسهم	مستوى التكامل	حجم التكامل	الشركات/ المخاطرة النظامية	مستوى التكامل	حجم التكامل
بغداد للمشروبات الغازية	0.0100	0.81	الكيميائية والبلاستيكية	0130.0	340.
الكندي لانتاج اللقاحات	0.0016	0.18	بغداد للمشروبات الغازية	0160.0	100.
الكيميائية والبلاستيكية	0.0001	0.19	الكندي لانتاج اللقاحات	0010.0	410.
المنصور الدوائية	0.0001	0.74	العراقية للسجاد و المفروشات	0010.0	620.
			تصنيع و تسويق التمور	0160.0	540.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على البيانات الشهرية من سوق العراق للاوراق المالية باستخدام البرنامج E-views 10.

من خلال الجدول (8) نجد ان هناك المتغيرات الداخلة و لشركات كافة ذو علاقة تكاملية مشتركة بعضها ببعض في مستوى المعنوية (5%)، فيما اوضح تبين مستوى التكامل عالي للعوائد أسهم لكافة الشركات المبحوثة في ظل جائحة كورونا لكافة شركات عينة الدراسة، مما يوضح عوائد الاسهم في ارتفاع لكافة الشركات في ظل جائحة كورونا التي تتمثل بـ (شركة الكيميائية والبلاستيكية، المنصور الدوائية، الكندي لانتاج اللقاحات، بغداد للمشروبات الغازية) وينسب (0.0100، 0.0016، 0.0001، 0.0016) على التوالي عند مستوى معنوي (0.05). وقد تم تحقيق الفرضية الفرعية الاولى التي تنص "توجد علاقة معنوية للعوائد الاسهم والمخاطرة النظامية بين الشركات في ظل جائحة كورونا. فيما تبين بان من حجم التكامل على مستوى كل شركة على حد بأن عوائد الاسهم لشركتين بغداد للمشروبات الغازية، المنصور الدوائية حققا ارتفاعا لنسبة عوائد الاسهم هما ذو علاقة قوية بجائحة كورونا بنسبة (0.74، 0.81) على التوالي. ويعزى السبب الى استمرار الشركتين بالاستثمار و تحقيق ارباح نتيجة الخطط المدروسة من قبل الشركتين. فيما اظهرت أيضا" الجدول (8) المخاطرة النظامية للشركات في ظل جائحة كورونا، وفقا للبيانات الشهرية بأن حجم التكامل على مستوى كل شركة وعلاقتها بجائحة كورونا بأن المخاطرة النظامية على مستوى كل شركة مرتفعة في ظل الجائحة عند مستوى معنوي (0.05)، اي هناك تكامل مشترك لكافة شركات عينة الدراسة، (الكندي لانتاج اللقاحات، العراقية للسجاد و المفروشات، الكيميائية والبلاستيكية، تصنيع وتسويق التمور، بغداد للمشروبات الغازية، الكيميائية و البلاستيكية) (0.0001، 0.0001، 0.0013، 0.0016، 0.0016) على التوالي، بينما المخاطرة النظامية للشركة بغداد للمشروبات الغازية حققت ادنى مخاطرة في ظل جائحة كورونا بنسبة (0.10). الا ان كلا الشركتين تصنيع و تسويق التمور، العراقية للسجاد و المفروشات حققا حجم تكامل قوي للمخاطرة النظامية وجائحة كورونا على مستوى الشركات (0.54، 0.62) على التوالي. بسبب تأثيرها القوي بالجائحة وعدم استقرار ارباحها على مستوى كل شركة و ظهور المخاطرة لعدم قدرة الشركتين في التحكم في درجة المخاطرة ومن هنا تم تثبيت الفرضية الفرعية الثانية التي تنص "توجد علاقة معنوية بين عوائد الاسهم والمخاطرة النظامية على مستوى كل شركة في ظل جائحة كورونا". وبهذا ترفض فرضية العدم التي تشير الى انعدام تكامل احصائية معنوية بين المتغيرات داخل النموذج، وبذلك تدعم هذه النتائج اجراء تقدير النموذج القياسي تقديراً صحيحاً للشركات كافة و للمتغيرات كافة.

الجدول (9) نتائج اختبار لبيان التكامل المشترك بين متغيرات ولكافة الشركات المبحوثة في ظل جائحة كورونا لفترة من شهر كانون الثاني للعام 2019 الى شهر آب 2021

اظهرت الجدول (9) المخاطرة النظامية عند معظم الشركات ذو علاقة تكاملية مشتركة بعضها ببعض في مستوى المعنوية، فيما اوضح تبين مستوى التكامل العالي للعوائد أسهم لكافة الشركات المبحوثة في ظل جائحة

الشركات/عوائد الاسهم	مستوى التكامل	حجم التكامل	الشركات/ المخاطرة النظامية	مستوى التكامل	حجم التكامل
بغداد للمشروبات الغازية	0.0173	0.77	بغداد للمشروبات الغازية	0.0348	0.79
الكندي لانتاج اللقاحات	0.0120	0.78	الكندي لانتاج اللقاحات	0.160.0	1.28
الكيمياوية والبلاستيكية	0.0177	0.78	الكيمياوية والبلاستيكية	0.0009	0.86
المنصور الدوائية	0.0015	0.78	المنصور الدوائية	0.2042	0.78
			العراقية للسجاد و المفروشات	0.160.0	0.37
العراقية للسجاد و المفروشات	0.0782	0.07	تصنيع و تسويق التمور	0.0284	0.07
تصنيع التمور و تسويق التمور	0.0001	0.71	الصناعات المعدنية و الدراجات	0.9988	0.77
الصناعات المعدنية و الدراجات	0.0035	0.93			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على البيانات الشهرية للسوق العراق للاوراق المالية باستخدام البرنامج 10 E-views.

كورونا لكافة شركات عينة البحث، مما يوضح عوائد الاسهم في ارتفاع لكافة الشركات في ظل جائحة كورونا والتي تتمثل ب) شركه العراقية للسجاد و المفروشات، بغداد للمشروبات الغازية، الكندي لانتاج اللقاحات (0.01200.0173، 0.0177، 0.0782) على التوالي عند مستوى معنوي (0.05). و قد تم تحقيق الفرضية الفرعية الاولى التي تنص " توجد علاقة معنوية للعوائد الاسهم و المخاطرة النظامية بين الشركات في ظل جائحة كورونا. فيما تبين بان من حجم التكامل على مستوى كل شركة على حد بأن عوائد الاسهم للشركة المعدنية و الدراجات حققت ارتفاع لنسبة عوائد الاسهم هما ذو علاقة قوية بجائحة كورونا بنسبة (0.93) على التوالي. و ادنى عوائد للاسهم للشركة العراقية للسجاد و المفروشات (0.07). فيما اظهرت الجدول (9) المخاطرة النظامية للشركات في ظل جائحة كورونا، وفقاً للبيانات الشهرية بأن حجم التكامل على مستوى كل شركة وعلاقتها بجائحة كورونا بأن المخاطرة النظامية على مستوى كل شركة مرتفعة في ظل الجائحة عند مستوى معنوي (0.05)، المخاطرة النظامية شركات عينة الدراسة في ظل جائحة كورونا اقل من المستوى المعنوي (5%)، اذ تحققت كل شركة مستوى مرتفع من التكامل، اي هناك تكامل مشترك لكافة شركات عينة الدراسة. وحققت الشركتين (المنصور الدوائية، الصناعات المعدنية و الدراجات) اعلى مستوى تكامل بين الشركات عينة البحث (0.9988، 0.2042) على التوالي عند مستوى المعنوية (0.05). بينما المخاطرة النظامية للشركة تصنيع وتسويق التمور حققت ادنى مخاطرة في ظل جائحة كورونا بنسبة (0.07). الا ان شركة الكندي لانتاج اللقاحات حققت اعلى درجة مخاطرة على مستوى الشركات حجم تكامل قوية للمخاطرة النظامية و جائحة كورونا على مستوى الشركات (1.28). مما يظهر ان الشركة تم انتاج اللقاحات لأضرار اخرى لم تستفاد منها خلال جائحة الكورونا و هنا تم تثبيت الفرضية الفرعية الثانية التي تنص " توجد علاقة معنوية بين عوائد الاسهم والمخاطرة النظامية على مستوى كل شركة في ظل جائحة كورونا". وبهذا ترفض فرضية العدم التي تشير الى انعدام تكامل

احصائية معنوية بين المتغيرات داخل النماذج، وبذلك تدعم هذه النتائج اجراء تقدير النموذج القياسي تقديراً صحيحاً للشركات كافة و للمتغيرات كافة.

2. اختبار درجة التأثير لابعاد البحث: ان نتائج التكامل المشترك يعتبر اساساً قويا لتقدير النموذج، على الرغم من وجود نماذج مختلفة ومتعددة لتقدير المعلمات (البيتا)، الا ان في الآونة الأخيرة تعد منهجية الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (Autoregressive Distributed Lags - ARDL) هو ايضا ضمن النماذج الشائعة لتقدير المعلمات ومن ايجابياتها هو ايجاد العلاقات قصيرة وطويلة الاجل، وكذلك ملائمة للبيانات المستخدمة في البحث الحالية وتعطينا نتائج أكثر دقة وأكثر واقعية مع الواقع الاسواق المالية العراقية في ظل جائحة كورونا من حيث (الحجم والقيمة و اشارة) ويتفق مع الفرضيات الاحصائية والقياسية، ونتائج التقدير على النحو الاتي:

الجدول (10) تأثير جانحة كورونا في عوائد الاسهم في الشركات المبحوثة

معامل التفسير R-squared (R ²) Adjusted R ²	نقطة التوازن ECT	تأثيرات طويلة الامد		تأثيرات قصيرة الامد		الشركات
		مستوى المعنوية P value	المعلمات المقدرة	مستوى المعنوية	المعلمات المقدرة	
0.9020 0.7714	-1.8137 (0.0000)	0.0000	-0.1961	0.0037	-0.1903	بغداد للمشروبات الغازية
0.9997 0.9973	-1.8041 (0.0009)	0.0225	-0.6438	0.0173	-1.4846	الكندي لانتاج اللقاحات
0.9087 0.7870	-2.9450 (0.0000)	0.0007	-0.1043	0.0312	-0.1352	الكيمياوية والبلاستيكية
0.8650 0.7301	-0.6253 (0.0346)	0.0985	-0.1483	0.1584	-0.0418	المنصور الدوائية
0.9969 0.9598	-1.5799 (0.0113)	0.0174	- 23.0403	0.0904	-5.2997	العراقية للسجاد و المفروشات
0.9929 0.9541	-1.6284 (0.0022)	0.0007	-0.4648	0.0270	-0.1338	تصنيع و تسويق التمور
0.7073 0.3727	-1.2869 (0.0000)	0.0207	-0.2945	0.0362	-0.379	الصناعات و المعدنية الدراجات

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرمجية (E-views 10).

من خلال ما يظهره الجدول (10) يتضح لنا جلياً النتيجة النهائية للقرارات المتعلقة بشأن الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص " تأثير معنوي لجانحة كورونا على عوائد الاسهم " اعتماداً على (R-squared) ومستوى المعنوية ان كافة المتغيرات الداخلة في النماذج المختلفة للشركات كافة لها علاقة قوية و معنوية، وتم توضيح مصداقية النماذج حوله كل من التكامل المشترك وفحص المشاكل القياسية و استقرار المعلمات في (ملحق 1). فيما يلي نوضح حجم والمعلمات المقدرة و إشارتها بحسب الشركات:

يتبين من الجدول اعلاه بان شركة بغداد للمشروبات الغازية اعتماداً على (حجم) المعلمات المقدرة و اشاراتها الخاصة، في الامد القصير كلما زاد انتشار فيروس كورونا بنسبة (1%) أدى الى انخفاض عوائد الاسهم بمقدار (-0.1903%) أي بمعنى هنالك

علاقة عكسية بينهما، بينما هذا التأثير في الامد الطويل ارتفعت الى (0.196%-). كما اوضحت الجدول كما نجد أن تأثير جائحة كورونا في الامد القصير للشركة العراقية للسجاد والمفروشات، الكندي لانتاج اللقاحات قدرت ب (-5.2997، -1.4846) على التوالي، عند مستوى معنوي (0.05). إذ يوضح وجود تأثير لجائحة كورونا على عوائد الاسهم لكافة الشركات بينما تآثرات شركات اكثر من ذويها، كلما زاد انتشار فيروس كورونا ب (1%) أدى الى انخفاض عوائد الاسهم للشركتين، بينما نجد في الامد الطويل قدرت ب (-23.0403، -0.6438) زاد تأثير جائحة كورونا بشكل ملحوظ، فيما نجد شركة تصنيع وتسويق التمور، الكيماوية والبلاستيكية اقل تأثيراً مقارنة لكافة الشركة تآثرت بانتشار فايروس كورونا بنسبة (-0.1352، -0.1338) وانخفضت التأثير على المدى الطويل بنسبة (0.0007، 0.0007)، مما نستدل على استمرار الشركتين ببيع منتوجاته عند انتشار جائحة كورونا خلال فترة الدراسة. ومن خلال الجدول (10) التوازن يشير ضمناً الى وجود علاقة التكاملية بين انتشار جائحة كورونا و عوائد الاسهم، وهذا يشير الى الحصول على تعديل النظام نحو التوازن في المدى طويل بسرعة (نقطة و فترة). تبين بان كلما زاد مستوى انتشار جائحة كورونا واجهت الشركات انخفاض اسهمها في السوق. الشركات اقل تأثير بجائحة كورونا، شركة المنصور الدوائية اذ سببت لها عجز بنسبة (-0.6253)، اي انخفاض عدد اسهمها بنسبة (38%)، مما يدل انتاج الادوية ليس لها علاقة بالجائحة و قلة صرفها في الاسواق المالية، مما ادى الى تراجع اسهمها بشكل ملحوظ في سوق العراق للاوراق المالية يجب عليها اصدار اسهم جديدة و التنويع بالاسهم وسياسة تنظيم العوائد، بينما نلاحظ كافة الشركات الاخر لديها فائض في عدد اسهمها، شركة الكيماوية والبلاستيكية وشركة بغداد للمشروبات الغازية، و الكندي لانتاج اللقاحات اكثر تأثير من انتشار جائحة كورونا (-2.9450، -1.8137، -1.8041) على التوالي.

الجدول (11) تأثير جائحة كورونا في المخاطرة النظامية في الشركات المبحوثة

الشركات	تأثيرات قصيرة الامد		تأثيرات طويلة الامد		معامل التفسير R-squared (R ²) Adjusted R ²	نقطة التوازن
	المعلومات المقدرة	مستوى المعنوية	المعلومات المقدرة	مستوى المعنوية		
بغداد للمشروبات الغازية	5.4150	0.0174	-5.5674	0.0008	0.8460 0.5688	-1.9086 (0.0016)
الكندي لانتاج اللقاحات	0.0030	0.0018	-0.0018	0.0014	0.9258 0.7922	-1.3772 (0.0000)
الكيماوية والبلاستيكية	0.000007	0.0495	0.000003	0.0130	0.8597 0.5092	-0.8942 (0.0006)
المنصور الدوائية	6.9103	0.0356	10.5274	0.0116	0.8728 0.8474	-1.1763 (0.0001)
العراقية للسجاد و المفروشات	0.0188	0.0969	-0.0191	0.0478	0.9998 0.9977	-2.6921 (0.0546)
تصنيع و تسويق التمور	0.3859	0.0278	-0.1432	0.0494	0.9996 0.9953	-1.8968 (0.0022)
الصناعات المعدنية و الدراجات	0.0014	0.0159	0.0021	0.0138	0.9979 0.9770	-1.4244 (0.0083)

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرمجية (E-views 10).

من خلال نتائج التقدير في الجدول (11) يتضح لنا جلياً النتيجة النهائية للقرارات المتعلقة بشأن الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص " يوجد تأثير معنوي للعوائد الاسهم والمخاطرة النظامية في ظل جائحة كورونا". ان غالبية المتغيرات الداخلة في النماذج المختلفة للشركات كافة لها علاقة قوية و معنوية، وتم توضيح مصداقية النماذج حوله كل من التكامل المشترك و فحص المشاكل القياسية و استقرار المعلمات في (ملحق 2). فيمالي نوضح حجم والمعلمات المقدرة و إشارتها بحسب الشركات: نجد بان (شركة المنصور الدوائية، بغداد للمشروبات الغازية) اعتماداً على (حجم) المعلمات المقدرة وأشارتها الخاصة في الامد القصير كلما زاد انتشار جائحة كورونا (1%) أدى الى ارتفاع المخاطرة النظامية بمقدار (6.9103 %، 5.415 %). على التوالي، أي بمعنى هنالك علاقة طردية بينهما، بينما هذا التأثير قد انخفضت في الامد الطويل الى (-5.567 %) لشركة بغداد للمشروبات الغازية بينما ارتفعت

لشركة المنصور الدوائية. وفي المقابل نجد شركة الكيمياوية البلاستيكية (0.000007%) بينما هذا التأثير انخفضت في الامد الطويل الى (0.000003%). ومن خلال الجدول (11) نجد نقطة التوازن يشير ضمناً الى وجود علاقة تكاملية بين انتشار جائحة كورونا والمخاطرة النظامية، وهذا يشير الى الحصول على تعديل النظام نحو التوازن في المدى طويل بسرعة (نقطة و فترة). تبين بان كلما زاد مستوى انتشار جائحة كورونا بنسبة (1%) واجهت الشركات لارتفاع المخاطرة النظامية في السوق. بالمقابل الشركة اقل تأثير بجائحة كورونا، شركة الكيمياوية البلاستيكية واجهت اقل نسبة مخاطرة مقارنة بالشركات الاخرى في نقطة (-0.89420)، للمعالجتها تحتاج الى (0.11%)، مما يدل على قلة تأثير هذه الشركة بجائحة كورونا، بسبب الاستثمار المستمر وزيادة مبيعات خلال الجائحة، بينما نلاحظ كافة الشركات الاخرى لديها ارتفاع المخاطرة النظامية الشركة العراقية للسجاد والمفروشات، شركة بغداد للمشروبات الغازية، والمنصور الدوائية، الكندي للأناتج اللقاحات أكثر تأثيراً من انتشار فايروس كورونا (-1.1763، -1.9086، -2.6921). على التوالي. كما اظهرت الجدول (11) ان شركات عين بحث تأثرت بجائحة كورونا من خلال (R^2) المرتفعة بين الشركات فان ذلك يدل على قلة قيمة الخطأ العشوائي، اذ معظم الشركات عوائد اسهمها تأثرت بنسبة 90%، مما يدل هناك اكثر من عوامل بالاضافة الى جائحة كورونا... والتكامل مشترك وفحص المشاكل القياسية واستقرار المعلمات.

الاستنتاجات: في ضوء العرض و التحليل نستنتج ما يأتي:

1. اظهرت النتائج الى انخفاض عوائد الاسهم شركة المنصور الدوائية خلال الجائحة بسبب انخفاض عدد اسهمها في السوق بنسبة (38%)، لم تساهم أنتاج ادويتها في مواجهة الجائحة في مواجهة الجائحة مما أدى الى تراجع اسهمها في السوق نتيجة تباطؤ في نموها.
2. تبين النتائج بأنه كل من الشركات الكيمياوية و البلاستيكية، و الكندي للأناتج اللقاحات لديها فائض في عدد اسهمها مما يدل أكثر تأثيراً من انتشار جائحة كورونا نتيجة زيادة عدد اسهمها وتنويعها وزيادة نسبة المبيعات مما انعكس على ارتفاع حصتها السوقية خلال فترة البحث.
3. تبين بان من حجم التكامل على مستوى كل شركه على حد بأن عوائد الاسهم لشركة الصناعات المعدنية و الدراجات حققت ارتفاع لنسبة عوائد الاسهم ذو علاقة قوية بجائحة كورونا بنسبة (0.93) على التوالي على مستوى لشركات. ادنى عوائد للاسهم للشركة العراقية للسجاد و المفروشات (0.07).
4. اظهرت النتائج بأن المخاطرة النظامية على مستوى كل شركة مرتفعة في ظل الجائحة عند مستوى معنوي (0.05)، إلا أن الشركتين تصنيع و تسويق التمور، العراقية للسجاد و المفروشات حققتا حجم تكامل قوي للمخاطرة النظامية و جائحة كورونا على مستوى الشركات بسبب تأثيرها القوي بالجائحة وعدم استقرار ارباحها على مستوى كل شركة وظهور المخاطرة لعدم قدرة الشركتين في التحكم في درجة المخاطرة.
5. تبين بأن معظم الشركات عوائد اسهمها تأثرت بنسبة 90%، مما يدل هناك اكثر من عوامل خارجية أخرى أضافة الى جائحة كورونا.
6. أظهرت النتائج بأن الشركتين المنصور الدوائية، و بغداد للمشروبات الغازية تأثروا بالمخاطر أنتشار جائحة كورونا في الامد القصير، بينما هذا التأثير انخفض في الامد الطويل الى لشركة بغداد للمشروبات الغازية للارتفاع عدد اسهمها في السوق، وزيادة مبيعاتها، وفي المقابل ارتفعت المخاطرة لشركة المنصور الدوائية بسبب قلة مبيعاتها.

المقترحات: في ضوء الاستنتاجات السابقة نقترح ما يأتي:

1. ضرورة تركيز الشركات على بناء استراتيجية و برامج للوقاية من حالات مفاجئة تواجه الشركات.
2. ينبغي على شركة المنصور الدوائية اصدار اسهم جديدة وسياسة التنويع بالاسهم وسياسة توزيع الارباح و تنظيم عوائدها وزيادة حصتها السوقية.
3. بإمكان الشركة الصناعات المعدنية و الدراجات الاستثمار في ارتفاع عوائدها ونمو أسهمها، بينما تحاول الشركة العراقية للسجاد و المفروشات بأصدار اسهم جديدة وتنويع اسهمها وتغيير في سياسة توزيعات ارباحها.
4. ضرورة أخذ الشركتين تصنيع تسويق التمور، العراقية للسجاد و المفروشات الوقايات اللازمة من خلال تغيير سياساتها الاستثمارية.
5. ينبغي على الشركات عدم التوقف عن استثماراتها خلال الجائحة وازدياد نسبة مبيعاتها، نتيجة الادارة الفعالة لشركة من وضع السياسات و الخطط المالية المعتمدة عليها، محاولين اخذ الوقايات اللازمة من جهة و السيطرة وادارة العوامل الاخرى التي تأثرت بها.



6. تشجيع الشركات الكندي لانتاج اللقاحات، الكيمياء، والبلاستيكية، العراقية للسجاد والمفروشات، تصنيع وتسويق التمور، الصناعات المعدنية والدراجات كل منها على حدا من ارتفاع عوائد اسهمها.

Reference:

1. Acharya, V.V., Richardson, M. (2009). Causes of the financial crisis. *Critical Review* 21(2–3), 195–210.
2. Addin, Mahmood., Nayebezhadeh, Shahnaz., and Yosefi, Zahra., Measuring the Financial Literacy of Real Investors, *Life Science Journal* Vol. 10 ,No. 2, 2013.
3. Baue, B. Blueprint (2021)" Data Integration, Contextualization & Activation for Multicapital Accounting"; Blueprint Series 2016–2018;Reporting 3.0; Berlin, Germany, 2017, Available online: <https://www.r3-0.org/blueprint-3-data/> (accessed on 28 July 2021).
4. Baumöhl, Eduard; Bouri, Elie; Hoang, Thi-Hong-Van; Shahzad, Syed. Jawad Hussain; Výrost, Tomáš (2020): From physical to financial contagion: the COVID-19 pandemic and increasing systemic risk among banks, ZBW – Leibniz Information Centre for Economics, Kiel, Hamburg, This Version is available at: <http://hdl.handle.net/10419/218944>, Econstor Make Your Publications Visible
5. Chambers ,Nurgül., Sezgin ,Funda H. ,and Karaaslan ,Burak (2013)., An Analysis of the Effects of Capital Structure and the Beta Coefficient on Stock Returns, *International Journal of Business and Social Science* , Vol. 4, No. 7.
6. Cifuentes, R. (2003). Banking Concentration: Implications For Systemic Risk and Safety Net Designs. Central Bank of Chile Working Papers No 231, Central Bank of Chile, 21-22.
7. Gitman ,Lawrence J., Zutter ,Chad J. , Elali ,Wajeeh ,and Roubaie ,Amer Al., Principles of Managerial Finance, Arab World Edition, 13th ed ,N.Y: Pearson Education, Inc,2012.
8. Günay ,Samet., Total Risk Composition,(2014) *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEFB)*, vol.3, No.4,.
9. Dow, J. (2000). What Is Systemic Risk? Moral Hazard, Initial Shocks, and Propagation, *Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, December, 1921.
10. De Bandt, O., and Hartmann P. (2000). Systemic risk: A survey. Working Paper Series No 35, ECB, 13.
11. Eijffinger, S. (2012). Defining and Measuring Systemic Risk. In Eijffinger, S., and Masciandaro, D. editor, *Handbook of Central Banking, Financial Regulation and Supervision*, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton, 316-317.
12. Henring, Richard,(2004)"Implementing Basel II: Is the Game Worth the Candle?", *financial market institutions&instruments* Volume14, Issue5.
13. Jean-Claude Trichet,(2009) Systemic risk, President of the European Central Bank, organised by Clare College, University of Cambridge, Cambridge.
14. Mayo , Herbert B. (2012) " Basic Finance: An Introduction to Financial Institutions investments & management" 10th edition ,South-Western, a part of Cengage Learning , mason , USA.
15. Mar i' . M., & Tursoy,T.,(2021), Relationship between coronavirus and Stock market Volatility in emerging countris:Empirical Evidance from Wavelet coherence.*Asian Journal of Economic,Finance and management*,1-12.
16. McLaney, E.J.,(2000) "Business Finance: Theory and Practice", 5th.ed., England: Prentice Hall, Inc.,.





17. Mehrara, Mohsen., Falahati, zabihallah., and Amiri, reza., (2014) Unsystematic risk ,stock return, and systematic risk, International Journal of Emerging Trends in Engineering and Development, vol.2, No.4.
18. Rizwan, M.S.; Ahmad, G.; Ashraf, D. Systemic Risk: The Impact of COVID-19. *Financ. Res. Lett.* 2020, 36, 101682. [CrossRef][PubMed].
19. Sheeba , Kapil (2011) "Financial Management" ,Dorling Kindersley Pvt. Ltd , India.
20. Scott , David Logan (2005) " David Scott's Guide to Investing in Common Stocks" , Houghton Mifflin Company , Boston.
21. Schwarcz, S.L. (2008), Systemic risk *Georget. Law J*, 97, 193–249.
22. Solarz ,Jan Krzysztof, Krzysztof, Waliszewski, (2020), Holistic Framework for COVID-19 Pandemic as Systemic Risk*, *European Research Studies Journal* Volume XXIII, Special Issue 2, 2020, pp. 340-351.
23. Smaga, Paweł , (2014), The Concept of Systemic Risk, SRC Special Paper No 5 ISSN 2055-0375.
24. Szpunar, P. J. (2012). Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym. *Materiały i Studia*, Zeszyt nr 278, NBP, 3.
25. World Bank, COVID-19 Household Monitoring Dashboard, <https://www.worldbank.org/en/data/interactive/2020/11/11/covid-19-high-frequency-monitoring-dashboard>.
26. World Bank Group Flagship Report, 2022, "FINANCE FOR AN EQUITABLE RECOVERY", International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank/1818 H Street NW, Washington, DC 20433, www.worldbank.org.
27. Zhang, Z. (2018) Modeling and Analyzing Systemic Risk in Complex Sociotechnical Systems: The Role of Teleology, Feedback, and Emergence. Ph.D. Thesis, Columbia University, New York, NY, USA, 2018.
28. العامري، محمد على ابراهيم و 2010 "الادارة المالية المتقدمة"، الطبعة الاولى، دار الاثراء للنشر و التوزيع، عمان-الاردن.