

**اثر تطبيق حوكمة الشركات على كفاءة الشركات
المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية**
دراسة على الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية

الاستاذ الدكتور ربيع خلف

كلية الادارة والاقتصاد-جامعة بغداد

المدرس المساعد عادل منصور فاضل

كلية الادارة والاقتصاد-جامعة العراقية

المستخلص

استهدف البحث اثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المدرجة على كفاءة الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية والبلغة 77 شركة، واطهرت الدراسة ان تطبيق الحوكمة للشركات العراقية كان لدور في رفع كفاءة والتخلص من حالة الفشل، حيث اختبرت كفاءة الشركات للتنبؤ في الفشل وعن طريق خمس نسب المالية باستخدام نموذج التمان، وكذلك دور الشركات المدرجة في تحسين مؤشر سوق العراق للاوراق المالية. ومن اهم توصيات الدراسة: ضرورة تبني نماذج الفشل المالي ومنها نموذج التمان، ليساعد كل شركة على التنبؤ السنوي، وان يتم الافصاح عنه في تقرير خاص بالشركة يسمى (موقع الشركات المدرجة من الافلاس المالي). وان تسعى ادارة السوق وهيئة الاوراق المالية الى تنظيم دورات تدريبية مكثفة متخصص في مجال قضايا الحوكمة المتعددة لارتباطها بكفاءة الشركات وتجاوزها مخاطر الفشل والسوق.

Abstract

Targeted research the impact of applying the principles of corporate governance of listed companies on the efficiency listed in Iraq Stock Exchange companies and Balgha 77 companies, the study showed that the application of governance Iraqi companies had a role in raising the efficiency and the disposal of the case of failure, where I tested the efficiency of companies to predict the failure and by five financial ratios Altman using the model, as well as the role listed in improving the Iraq Stock Exchange index companies.

One of the main recommendations of the study: the need to adopt a financial failure models including model Altman, to help each company's annual prediction, and that is disclosed in a special report called the company (site of listed companies from the financial bankruptcy). And that the management of the market and the Securities Commission is seeking to organize intensive training courses specialize in the field of multi-linked corporate governance issues efficiently and overcome the risk of failure and the market.

اولاً- المشكلة:-

ان السياسة الاقتصادية في العراق تشهد حالياً تحديات خارجية (العولمة متمثلة بالانضمام الى (WTO)، وداخلية (متمثلة بالاصلاح المالي)، وكلاهما يعني:-

1-فتح سوق العراق للاوراق المالية امام الاسواق العالمية.

2- جذب الاستثمار الاجنبي.

3- الاندماج مع الاسواق العالمية.

ومن المؤكد ان هذا يؤدي الى رفع حدة المنافسة بين الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية والعالمية وستواجه بيئة تنافسية بسبب تغير السياسات الاقتصادية والمالية، مما يتطلب تطبيق مبادئ الحوكمة لمساعدة الشركات للحد من حالة الافلاس، لانها ستظهر شركات ناجحة تعمل على الغاء دور الشركات غير الناجحة او الفاشلة.

ثانيا - اهمية الدراسة:-

تبرز الاهمية عن تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، ومدى مقاربتها مع المبادئ الحوكمة الدولية، لاستقرار سوق العراق للاوراق المالية، وتحقيق الرقابة على كفاءة الاداء ومنع حالات الفشل.

ثالثا - فرضية الدراسة:-

هناك علاقة طردية بين تطبيق مبادئ الحوكمة وتحسن مؤشر الاسعار من جهة، وتخفيض مخاطر الفشل للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية من جهة اخرى.

رابعا - اهداف الدراسة:-

1- تحليل الارتفاع الحاصل في مؤشر الاسعار، واظهار اعداد الشركات الناجحة والفاشلة في سوق العراق للاوراق المالية.

2- تحليل دور مبادئ حوكمة الشركات المدرجة في تحسين مؤشر الاسعار، وتخفيض مخاطر الفشل للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية.

3-1- الاطار الفكري لحوكمة الشركات

مرت حوكمة الشركات (corporate governance) بالعديد بالمراحل التي اثرت على اطارها الفكري، وكانت بدايتها غير مباشرة بنبؤات (A.Smith 1776) التي ذكرها في كتابة ثروة الامم حين قال: ان مديري الشركات المساهمة لا يمكن ان يتوقع منهم مراقبتها بنفس الحماس الذي يراقب فيه الشركاء في شركة خاصة مصالحهم، ذلك لان هؤلاء المديرين يقومون بادارة اموال الغير وليس امولهم الشخصية الخاصة، ومن الطبيعي ان يستتبع هذا الشيوخ الاهمال والتفريط بشكل او باخر في ادارة شؤون هذه الشركات (عمر، 2005:5). ان الاهتمام الملحوظ بمصطلح الحوكمة يرجع الى نهاية الثمانينات (Widen, 2003:102) وبداية عقد التسعينات من القرن الماضي، اذ تزايد استخدامه بشكل واسع من قبل الخبراء، ولاسيما العاملون في المنظمات الدولية والاقليمية والمحلية (سليمان، 2006:13)، وبدا الاهتمام به ياخذ حيزا اكبر في ادبيات الاقتصاد اثر افلاس بعض الشركات الدولية الكبرى مثل انرون وورلدكوم وتعرض شركات اخرى لصعوبات دولية مثل سويس وفرانس تليكوم، حسب تقرير صدر عام 2000 في سويسرا (Hilbling and Sullivan , 2003:7) (Hit & others, 2001:333)

تم تفعيل حوكمة الشركات لعدم الاكتفاء بالمعلومات المتوفرة عن المخاطرة من خلال المؤشرات المالية والسوقية وتحليلها بمفهوما جزئي وبشكل مستقل. فلا بد من اعادة الثقة في المعلومات المتوفرة واختبارها بالمفهوم الشامل (خليل، 2003) ، باعتبار أن هذه المعلومات التي توفرها المؤشرات المالية والسوقية هي من أهم الركائز التي يمكن الاعتماد عليها لتجاوز حجم المخاطر الاخرى مثل مخاطر الافلاس التي طالت الكثير من الشركات من اجل الوصول الى كفاءة اداء الشركات. لذلك فإن الدقة والموضوعية في المعلومات وفق المؤشرات المالية والسوقية بشكل

جزئي وشامل والالتزام بالقوانين والتشريعات يكون لها اثر في تنشيط حركة الشركات وزيادة تداول أسعار اسهمها وتحسين مؤشر اسعارها. وبما يمكن الوصول الى فرضية كفاءة الاسواق¹ (اسماعيل، 2010:32).

وعلى اساس ان التغيرات في مؤشرات اداء الشركات تساعد على تفسير التغيرات الحاصلة في اسعار الاسهم وبالتالي يكون له تاثير على مؤشر السوق، اولت الكثير من الجهات والمؤسسات الدولية اهتمامها بموضوع حوكمة الشركات، لتكون مبادئها مانعة لحالة الافلاس، ورفع سعر السهم لتحسين مؤشر السوق، أي بهدف الحفاظ على كفاءة الشركات وكفاءة السوق. ولعل اهم الامثلة من الاحداث الاقتصادية التي ساعدت على تبلور الاطار الفكري للحوكمة، هي حادثة افلاس شركة انرون للطاقة في الولايات المتحدة التي عملت على التلاعب والاختفاء في المؤشرات المالية من الموجودات وارباحها الانتاجية المنخفضة، مما ادى الى التضليل في مؤشرات السوق كالقيمة السوقية لاسهمها التي ارتفعت في سوق الاوراق المالية بسبب التضليل، وانشاء ذلك قام المديرون التنفيذيون ببيع اسهمهم مستفيدين من المعلومات الداخلية لتحقيق ارباح شخصية (سليمان، 2009:18)، انعكس ذلك في ارتفاع سعر السهم الى (90) دولار وزيادة تداوله في عام 2000 ، باستخدامهم المعلومات المالية المظلمة، وعدم اظهار حجم الديون الكبيرة الذي عمل على تاكل الارباح، فاستخدمت الشركة مصطلح الوحدات ذات الاغراض الخاصة² (Special Purpose Entities) للبقاء في سوق المال وتتجنب المخاطر، وترتب على ذلك انخفاض قيمة الموجودات فجعل الشركة تتحمل التزامات اكبر باصدار اسهم اضافية فانخفضت قيم اسهم الشركة الى (33) دولار عام 2001، فاعلنت الشركة خسارة بلغت (600) مليون دولار، الامر الذي ادى الى تدمير القيمة السوقية والتاثير على أسهم الإقلية في هذه الشركة، وفي نهاية السنة تقدمت باجراءات الافلاس (الدوجي، 2009: 14). وهذا ما اكده (جيم جاروكا) نائب الرئيس في المعهد الامريكي للمحاسبين، بان 15% من المؤشرات المالية كانت خاطئة واثرت على مؤشرات السوق بسبب عدم التطبيق الدقيق للحوكمة (البصيلي). وفي خضم تلك الاحداث عرفت بانها "عمليات تتم من خلال إجراءات تستخدم بواسطة ممثلي أصحاب المصالح بتوفير إشراف على

1 ترتبط كفاءة السوق المالية بالعلاقة بين القيمة السوقية للادوات المالية ولاسيما الاسهم العادية والمعلومات المتاحة ، ومدى انعكاس تلك المعلومات بالقيمة السوقية بشكل كامل وسريع وموضوعي، (Higgins, 2001:169)، وبناء على نوع المعلومات المتاحة لجمهور المتعاملين في السوق تم تحديد ثلاث صيغ لكفاءة الاسواق، حيث ترتبط كل صيغة مع مجموعة او نوع محدد من المعلومات (Brealey & Others , 2001: 352 – 353) . فالصيغة الاولى هي الشكل القوي للكفاءة والتي ترتبط مع المعلومات العامة المتاحة والتاريخية بصورة علنية، والمعلومات الغير معلنة والتي لايمكن لبعض المتعاملين تحقيق ارباح غير عادية، واذا كانت هناك معلومات داخلية يملكها بعض المطلعين (الداخلين) فان الاسعار سوف لن تعكس بالكامل جميع المعلومات، وبالتالي فان المتعاملين غير قادرين على تحقيق مكاسب غير عادية من خلال التداول، وهو ما تسعى الحوكمة للوصول اليه من خلال تطبيق مبادئها (Bushman & smith , 2003 , 67) (68 –) ، اما الصيغ الثانية فهي الشكل الضعيف التي لاتشكل المعلومات التاريخية مرشدا لحركة الاسعار في المستقبل، وهذه الحالة لاتمكن المستثمرين في الحصول على ارباح غير عادية (Brigham, Ehrhardt, 2005, P270-271) ، والصيغة الثالثة الشكل شبه القوي وتعني ان المعلومات التاريخية والحالية تنعكس على الاسعار، وان المستثمر لايتضمن من تحقيق ارباح غير عادية باستثناء مجلس الادارة والتفذييين ومالكي نسبة من الاسهم، فكلما زادت استجابة السعر للمعلومات كان مؤشرا لكفاءة السوق (جبار، 2004:85)

2 وهي من ابرز تقنيات التمويل من خارج الميزانية، ويشار اليها بانها " كيان الافلاس عن بعد" التي تقتصر على عمليات شراء اصول معينة، وتتمثل بكونها شركات مع هيكل من الموجودات ، ولها وجود قانوني مستقل والذي يجعلها امنه حتى لو تعرضت الشركة الام للافلاس (صندوق الاسواق المالية بالريال السعودي 2013).

المخاطر وإدارتها بواسطة الإدارة، ومراقبة المخاطر المالية والسوقية الشمولية للشركة، كالأهميه النسبيه للموجودات المتداوله وتوزيع الارباح وفاعلية الموجودات في توليد الارباح ومقدار تغطية حقوق المساهمين لمجموع المطلوبات ومدى استخدام الموجودات بطاقتها القصوى. والتأكيد على كفاية الضوابط والمبادئ الرقابية لتجنب هذه المخاطر، مما يؤدي إلى المساهمة المباشرة في انجاز أهداف وخطط للشركة (5: 2003، IIA).

وطالب خبراء ادارة الشركات الدوليون عند تعرض مؤشر اسعار اسهم الشركات للخطر نتيجة تعرضها للفشل، بضرورة تطبيق نظام الحوكمة بشكل صارم لكي يضمن الاستمرارية والاداء للشركات، لتنعكس على زيادة القيمة السوقية او اسعار الاسهم والتداول في الاسواق الكفوءة وتتعافى من الازمات (البصيلي)، فارتبط التعريف السابق للحوكمة بمفهوم اخر يتناول القوانين والمعايير التي تحدد العلاقة بين ادارة الشركة من ناحية وحملة الاسهم واصحاب المصالح او الاطراف المرتبطة بالشركة من ناحية اخرى (سامي، 2005: 84)، التي تساعد أيضا على وجود سوق يتمتع بكفاءة عالية وذلك عن طريق المعايير والقوانين، ومن هنا جاءت فرضية السوق الكفاء لتعطي عمقاً أكبر لمفهوم الحوكمة ، وتعتمد تلك المعايير في تطبيق جانبها العملي على ركيزتين هما الشفافية والوضوح، أي الافصاح والوضوح في ابراز الحقائق والمعلومات بحيادية وموضوعية أكبر عن الاداء المالي والسوقي للشركات كراس المال والقيمة السوقية والموجودات والأرباح (المعهد العربي للتخطيط، 2011: 8)، فهاتين الركيزتين احد اهم مبادئ الحوكمة، فمن خلالهما تعمل الحوكمة على مراقبة وضبط مؤشر اسعار السوق فتؤدي الى تحقيق التوازن في اسعار الاسهم التي تسعى كفاءة الاسواق المالية الوصول اليه، حيث يتم تسعير الاسهم في السوق الكفاء في ضوء المعلومات المتاحة، وعلى مدى توفر المعلومات الخاصة الداخلية لمجموع المستثمرين في توقيت واحد، (عبد الملك، 2008: 7)، فاسعار الاسهم تستجيب لكل معلومات جديدة ترد الى المتعاملين، بحيث تؤثر في تغيير نظرتهم تجاه الشركة المصدرة للسهم وتؤثر (المعلومات) على حركة الاسعار بطريقة مستقلة، حيث تتجه الاسعار انخفاضاً او ارتفاعاً (المزيني، 2002: 32)، وان هذا التقلب (الاسعار) يعود الى المعلومات المتدفقة التي يحصل عليها المستثمرين من يوم لآخر، فيترتب عن تجميع وتحليل المعلومات للاستفادة منها في القرار الاستثماري في اسهم الشركة، مما ينعكس على مؤشر الاسعار (الزبيدي، 2011: 18).

كما ان اثر معلومات مؤشرات الاداء على مؤشر الاسعار التي تحققه الشركات في السوق له دورين - (مصطفى، 2000: 301).

✓ الدور الاداري: وذلك عن طريق امداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح اسهمها في السوق قبل اتخاذ قرار البيع او الشراء لدعم وترشيد ذلك القرار.

✓ الدور التاثيري: على وظيفة ادارة محفظة الاوراق المالية بشكل يحقق التوازن بين العوائد والمخاطر، ويحفظ للسوق التوازن قدر الامكان.

ان سعي الشركات لتبني مبادئ الحوكمة جاء ليحقق اهداف الحوكمة من خلال التناسق بين الكفائتين

وتتمثل اهدافها في:-

- ✓ ادارة المخاطر من خلال تقليل التعارض بين المساهمين وادارة الشركة، ووجود عملية رسمية للحد من المخاطر في كل المستويات بالشركة للوصول الى كفاءة الشركة.
- ✓ تدعيم استقرار اسواق المال للوصول الى كفاء السوق، من خلال اليات رقابية على الادارة، وعن طريق البنية الاساسية للسوق التي تعزز وصول المعلومات للمساهمين (Adalbert,1998).
- ✓ التحديث المستمر لادارة مخاطر الفشل او الافلاس بمفهومها الشامل لتعكس الوضع الحالي والتغيرات الجارية للشركات وبما يؤثر على المستوى الكلي للسوق.
- ✓ التخلص من المخاطرة بمفهومها الجزئي والشامل للمؤشرات، لتحقيق كفاءة اداء الشركات (ميخائيل، 2006:13).

ولتحقيق تلك الاهداف يتطلب توفر مجموعة من المستلزمات الضرورية والمتمثلة في :- Iskander, (Chamlou & 2002:12)

- المستلزمات الداخلية: وتشمل القواعد والاسس المحددة لكيفية توزيع الحقوق والواجبات للمساهمين والادارة داخل الشركة منذ بداية تاسيسها، والتي يؤدي توافرها وتطبيقها الى تقليل او ازالة التعارض بين مصالح تلك الاطراف. (Fawzy ,2003: 4).
- المستلزمات الخارجية: وتتكون من القوانين والقواعد، كقانون المنظم للسوق، وقانون منع الممارسات الاحتكارية، وقوانين افلاس الشركات، وكفاءة الاجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق راس المال) التي تعطي المعلومات الصحيحة عن اسعار اسهم الشركات، وكذلك تشمل هذه المستلزمات في احكام الرقابة على الشركات. (خليفة، 2005:377)

من خلال الاطار الفكري للحوكمة يتبين انها مجموعة من الاليات والحزم من الاجراءات القانونية والمؤسسية التي تسعى الشركات المدرجة في السوق الى تطبيقها لتحقيق كفاءة الشركة ورفع دورها في السوق.

3-2- التقارير الدولية لحوكمة الشركات

3-2-1- اهم التقارير الدولية لحوكمة الشركات

تشير البحوث والدراسات الى ان هناك جهودا واضحة وملموسة على المستوى الدولي، فيما يتعلق بتفعيل حوكمة الشركات والاستفادة من اهدافها، ابتداء من منظمة الايوسكو (IOSCO)³ عام 1983 ، ومركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)⁴، وصولا بالتقارير الدولية 1991، وختاماً بالمنظمة الدولية، كمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) والبنك الدولي 1999 ، وظهور تقارير بعد 2001. ولو لم يكن للحوكمة من الاهمية التي

3 هي منظمة تأسست عام 1983 لتعزيز التعاون بين اعضائها وتطوير معايير الحوكمة على اسواق الاوراق المالية للحفاظ على تداول شفاف وعادل وبكفاءة عاليه، وتبادل الخبرات بين الاعضاء، واصدرت 30 مبدا للحوكمة عام 1998 . www.icsco.org

4 هو مركز تابع لغرفة تجارة الولايات المتحدة الامريكية، ولا يسعى الى تحقيق الربح ، وهو واحد من اربع معاهد اساسية تابعة لصندوق القومي الديمقراطي الذي تأسس عام 1983، وقد دعم المركز 1000 مبادرة محليه في اكثر من 100 دولة ناميه وباشراك القطاع الخاص في نشر سياساته في تحقيق الاصلاح المؤسسي ونفيع اليات ومفاهيم حوكمة الشركات (www.cipe.org)

تدعمها لما سعت المنظمات الاقتصادية الدولية بتقاريرها والدول الى تطبيقها، ووضعت التشريعات المختلفة اللازمة لتطبيقها (رابح وهاجرة، 2012: 8). ومن اهم التقارير التي اهتمت بمبادئ الحوكمة نذكرها وفق تسلسلها الزمني وهي:-

3-2-1-1- تقرير كادبوري (Cadbury)

تم تشكيل لجنة لاعداد هذا التقرير عام 1991 من قبل مجلس التقارير المالية، وبورصة لندن لتحديد الملامح المالية لحوكمة الشركات، وكانت الاسباب الرئيسية لتكوين اللجان هو المستوى المتدني للثقة في معايير التقرير المالي، ومسؤوليات المراجعين (لجان المراجعة)⁵ التي يجب ان تضمن توافر نظم للرقابة تعمل على قياس المخاطر التي تواجهها الشركة، ويركز التقرير على مجموعة من الركائز الاساسية:- (Cadbury, 1992).

- ✓ الشفافية في الكشف عن معلومات الشركة والافصاح عن بياناتها ضمن الحدود التنافسية لها، والتي تعمل على تعزيز الثقة وتقليل التعارض بين الادارة والاطراف ذات العلاقة.
- ✓ نزاهة التقارير المالية الصادرة لتعكس الاداء المالي والسوقي الصادق للشركة ومدقي التقارير المالية.
- ✓ العدالة بين حملة الاسهم، وخاصة الاقلية من حملة الاسهم.
- ✓ المساءلة وهي مسؤولية مجلس الادارة بتزويد المعلومات الصحيحة لحملة الاسهم، واشراكهم في عملية تحسين الاداء.

3-2-1-2- تقرير داي (Peter Dey)

- ✓ تشكلت اللجنة التي اعدت التقرير عام 1993، ويتوجيه من المعهد الكندي للمحاسبين والقانونيين، وبورصة تورنتو للاوراق المالية في كندا، ونشر عام 1994، وركز التقرير في اربعة عشر توصية منها:- مسؤوليات الهيئات الرقابية وتكوينها، ولجان المراجعة، ومسؤوليات الرقابة الداخلية
- ✓ تواجد الاعضاء المستقلين في مجلس الادارة بما لا يقل عن 50% من اعضاء المجلس Panasian & (Prevost: 1-26).
- ✓ اضافة قيمة لاصول الشركة، وعدم الاسراف في زيادة رؤوس اموال الشركات على حساب الموجودات مما يجعل الشركة تتحمل التزامات اكبر من مركزها المالي.
- ✓ اختيار المدراء التنفيذيين من ذوي الكفاءة في ادارة التخطيط الاستراتيجي للشركة والسوق وادارة المخاطر، واختيار مؤشر الاسعار الاسهم بما يتناسب وحجم الشركات (حماد، 2007: 24).

3-2-1-3- تقرير هاميل (Hampel)

جاء ليعيد النظر في نظام الحوكمة في المملكة المتحدة من خلال شمول التقريرين السابقين (Greenbury 1995) و (Cadbury 1992)، وتم تشكيله عام 1995، وبتوجيهات من بورصة لندن للاوراق المالية، ويتمويل

5 هي لجنة فرعية تابعة لمجلس ادارة الشركة تكون مسؤولة عن متابعة المسائل المالية في الشركة، لمساعدة مجلس الادارة في اتخاذ القرارات المالية التي قد لا يكون لديه الخبرة الكافية بتفاصيلها تجنباً للمخاطر المالية (Cohen, 2002: 573). ويشير (Agrawal, et. al, 2004) بان مجرد اعلان الشركة عن تشكيل لجنة للمراجعة كان له اثر على حركة اسهمها بسوق الاوراق المالية.

من اتحاد الصناعيين البريطانيين، وتضمن التقرير سبعة فصول هي حوكمة الشركات، تفعيل الحوكمة لمواجهة المخاطر، مكافآت المدراء، دور المدراء في ادارة الشركات، حصول المساهمين على معلومات صادقة، المحاسبة والمراجعة، الملخص والتوصيات لاداء الشركات المالي والسوقي (Hampel:1998) .

توصلت اللجنة الى ان مجلس الادارة غير مسؤول عن الاقرار بفعالية الرقابة الداخلية ضمن التقارير السنوية، فليس هناك نظام رقابة فعال 100% ضد الخطأ البشري، لذلك اوصى المجلس بضرورة اعتراف مجلس الادارة بنظام رقابة المالية الداخلية الا ان ذلك يشمل تأكيداً فقط ضد الانحرافات والخسائر الجوهرية، مع توضيح الاجراءات المتوفرة للرقابة المالية الفعالة (حماد، 2007:19)، وخلص التقرير الى ان أي تمييز في حجم الشركات بالنسبة لتطبيق بنود الحوكمة هو تمييز خاطئ، حيث اكد على ان مستويات مرتفعة من الحوكمة هي هامة بالنسبة للشركات الاصغر المدرجة كما هي بالنسبة للشركات الكبيرة (Hampel:1998).

3-2-1-4- تقرير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)

تم الانتهاء من التقرير الذي احتوى على المستلزمات الخارجية والداخلية، وبدعوة من مجلس المنظمة في نيسان عام 1998، فاصدرت منظمة التعاون مبادئ دقيقة للحوكمة في عام 1999، لتحقيق اهداف الحوكمة المتمثلة بكفاءة الشركات المدرجة وكفاءة السوق، فاصبحت حجر الاساس ومعيارا دوليا للدول ذات التحرير المالي، ولواضعي السياسات والمستثمرين والشركات واصحاب المصالح في الشركات في جميع انحاء العالم ، OECD (2004:3)، وهذه المستلزمات هي:-

- المستلزمات الداخلية: ركز التقرير ان تدرج هذه المستلزمات في قانون الشركات وبخمس مبادئ رئيسية، ثم اضيف لها مبداء (تعديل) سادس في عام 2004 ، وهي تعبر عن الاطار التنظيمي والمؤسسي:-
- ✓ حقوق المساهمين: ان نجاح الشركات يكمن في استقطاب المساهمين المحليين والاجانب، وللاستمرارية النجاح لابد من حفظ حقوقهم من حيث نقل ملكية الاسهم، واختيار مجلس الادارة ، ومراقبة الارباح والمبيعات او تحويل موجودات الشركة، ومراجعة القوائم المالية، والمشاركة الفعالة في اجتماعات الهيئة العامة، ووجوب الافصاح عن راس المال بكل تفاصيله ونسبة المساهمة بكل انواع الشركات، ومقدار السيولة.

- ✓ المساواة في التعامل مع المساهمين: سواء المساهمين الاقلية او الخارجيين من حيث الحق في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت والمشاركة في القرارات الاساسية، والحق والاطلاع على الممارسات التي يقوم بها اعضاء مجلس الادارة والادارة التنفيذية، ولهم الحق بالاعتراض ومنع الاتجار الداخلي لراس المال العامل او الاحتياطي القانوني او الموجودات الفائضة. كما يطلب جميع المساهمين والمستثمرين دون تمييز الوصول الى معلومات منتظمة موثوق بها وقابلة للمقارنة بتفاصيل كافية عنها، لكي يقوموا اشراف الادارة (الشوارة، 2009:127).

✓ الاعتراف بحقوق اصحاب المصالح (البنوك، العاملين، حملة السندات، العملاء)، التي تنشأ نتيجة لاتفاقيات متبادلة، وان يعمل على تشجيع التعاون المالي بين الشركات واصحاب في خلق الثروة، وفرص العمل، واستدامة الشركات السليمة ماليا (ال خليفة، 2007: 98).

✓ ضمان الافصاح والشفافية السليمة والصحيحة في الوقت المناسب، والالتزام بالقوانين واللوائح عن كافة الموضوعات الهامة والمتعلقة بمخاطر بالشركة من السيولة او راس المال العامل، والقيمة السوقية والاهمية النسبية للموجودات والمبيعات والمطلوبات المتداولة، وتوضيح المركز المالي، وحقوق المساهمين، وحوكمة الشركات (Bushman et.al, 2004: 4168)، ويتم الافصاح عن كل هذه المعلومات بطريقة عادلة بين كل المساهمين واصحاب المصالح ودون اي كلفة او تاخير (الشحات، 2007: 307).

✓ مسؤوليات مجلس الادارة: اكدت المبادئ على مسؤولية مجلس الادارة عن المعلومات والبيانات الواردة في التقارير والقوائم المالية التي تقدمها، وذلك بالنص "يكون مجلس الادارة مسؤولا عن صحة ودقة كافة البنود الواردة بتقرير مجلس الادارة السنوي، ويجب ارفاق التقرير السنوي بالقوائم المالية، ويكون المجلس مسؤولا عن موافاة الهيئة بتقريره السنوي وفي المواعيد المحددة" (DANG, 1998: 21)، ويتضمن هذا المبدأ تحديد الحقوق والواجبات القانونية لرئيس واعضاء مجلس الادارة وكيفية اختيارهم ودور الاشراف المناط بهم على الادارة التنفيذية واصحاب المصالح، كما عليهم اعداد خطة للموازنة السنوية وسياسة المخاطر ومراقبة اداء الشركة، والاشراف على النفقات الراسمالية المهمة والاقتناءات وبيع الموجودات والاستثمارات قيد الانشاء (سمينة وطبني، 2012: 6)، واكدت المنظمة ان يكون مجلس الادارة مسؤولا بشكل اساسي عن مراقبة اداء الشركة من المخاطر، وبالشكل الذي يعمل على رفع اداء السهم في السوق، واثار التقرير بضرورة الاهتمام بهذا المبدأ لان نجاحه السبيل لتجاوز المخاطر غير المنتظمة كمخاطر الرفع المالي والسيولة والسوق الناتجة عن سوء الادارة (Kopeikina, 2006: 20).

✓ ضمان وجود اساس لاطار فعال لحوكمة الشركات: ينبغي ان يشجع هذا الاطار على الشفافية، وان يكون متوافقا مع حكم القانون، وان يحدد وبوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الاشرافية والتنفيذية والتنظيمية، واجراء تعديل ومراجعة للقوانين الحاكمة في اداء الشركات، بحيث تتحول مسؤولية الرقابة الى طرفين هما مجلس الادارة والمساهمون ممثلون بالجمعية العمومية للشركة. (نوري وسلمان، 2011: 11).

• المستلزمات الخارجية: ركز التقرير ان تظم هذه المستلزمات على :-

- ✓ تشكيل لجان وهيئات رقابية على الشركات بموجب قانون سوق الاوراق المالية
- ✓ البنية الاساسية للسوق، كهيئة الاوراق المالية واتحاد وسطاء الاوراق المالية وزيادة مواقع الافصاح وانشاء مركز الایداع وانشاء قاعدة بيانات متكاملة وتعزيز التداول الالكتروني .

3-2-1-5- تقرير ساربانز أوكسلي (Sarbanes & Oxley)

استجابة للالتزامات التي حدثت في العديد من الشركات الامريكية، وخاصة بعد حالة الافلاس التي اصابت شركتي انرون للطاقة وورد للاتصال، التي اعدت في فترتها اكبر حالة افلاس في الولايات المتحدة الامريكية وطبق احكاما

على الشركات، وسمي بقانون (Sarbanes - Oxley Act) عام 2002 وهدف القانون الى:- 2002 (Zhang,2007:74).

✓ إعادة النظر في معايير حوكمة الشركات، وضرورة اختبار العلاقة بين مؤشر السوق وتقييم الشركات.
 ✓ إعادة مستوى الثقة في المعلومات التي تولدها الشركات، وتقديم الدعم للكفاءة، وتطوير الاسواق المالية.
 اشارت الدراسات الحديثة ان الشركات التي طبقت مبادئ الحوكمة قد انعكست ايجابيا على الاداء ، فهي نظام متكامل لحماية الشركة من مخاطر الافلاس التي تنصدر اولويات اهداف الادارة (Bob, 2004: 4-5)، من خلال تزويد الشركة بافراد مؤهلين لاتخاذ القرارات الرشيد ومواجهة التحديات العديدة التي تتعرض لها الشركة وزيادة قدرتها واقدام المتعاملين عليها (الشحات،2001:25)، حيث ان هناك علاقة طردية بين نوعية الحوكمة ودرجة الاداء الاقتصادي للشركة، فالشركات التي تتمتع بحوكمة جيدة تملك مدراء بمستويات عالية وتتعامل بصورة اكثر شفافية بشكل يوحي لحملة الاسهم والآخرين بالثقة بالمؤشرات التي تحققها الشركة، ويعمل على تخفيض مخاطر الاستثمار وبالنتيجة تخفيض تكلفة راس المال (Ajit & Others,2006:85)، وقد اظهرت الدراسات الاخيرة العلاقة القوية بين الحوكمة الجيدة وبين الربحية العالية ومقاييس الاداء الاستثماري، كما تمتلك الشركات متوسط عائد على الاستثمارات اعلى من الشركات ذات الحوكمة الضعيفة (2 : CFA, 2006)، ولمعرفة الحوكمة القوية للشركة والحوكمة الضعيفة ومنح الامان للمساهمين، فان الشركة (الضعيفة والقوية) تقاس من خلال مؤشرات المالية والسوقية، واستخدامها بطريقة النسب المالية وتوظيفها بنماذج المخاطرة (الافلاس) المتعددة⁶، ومن هذه المؤشرات :- (موسى،2010:45)

✓ كفاءة الشركة في استخدام موجوداتها

✓ ارباح الوحدة الاقتصادية

✓ القيمة السوقية

✓ المبيعات

ومن الظواهر التي تؤيد علاقة حوكمة الشركات بمؤشر سلوك الاسعار هي ما شهدته الشركات وجميع الاسواق في دول اعضاء منظمة التعاون الاقتصادي، والتي حققت تقدما في الحوكمة وتحسنا في تقييم الاسهم (نستور،2003:45)، وما شهدته الشركات المطبقة للحوكمة في بورصة ساو باولو، اذ قامت شركات كبرى تمتلك 20% من اجمالي راس المال السوقي وتتملك 19% من اجمالي نشاط التداول بالقيد في حوكمة الشركات، فكان مؤشر الاسعار افضل بكثير خلال العام الذي طبقت فيه الحوكمة (جيل،2003:61)

6 ظهرت العديد من النماذج التي تقيس مخاطر الشركات من الافلاس من خلال مؤشرات المالية والسوقية، منها نموذج (Bever 1966) و(Altman1968) و(Argenti1976) و(Kida 1981) و(Lennox 1999)، والذي اثبت فاعليته في العديد من الدراسات هو نموذج (Altman1968) (مطر،2005:365).

3-3- تحليل النماذج التي تعكس مستوى الفشل (الافلاس) للشركات المدرجة

يطلق البعض على مفهوم الافلاس في الشركات بانه ذو مدلول قانوني، اي عندما تكون الشركة في حالة افلاس قضائي. والذي يسبق الافلاس هو الفشل الذي له مفهومان في الشركات المدرجة، أحدهما اقتصادي والآخر مالي، إذ ينصب الأول على قياس النجاح أو الفشل اعتماداً على مؤشر ارباح الشركة من نشاطها الانتاجي والسوقي، وتعد الشركة فاشلة عند عجزها عن تحقيق ربح مناسب من نشاطها الانتاجي والسوقي، او عندما يكون صافي راس المال العامل سالب (القيمة الدفترية المطلوبة اكبر من القيمة الدفترية الموجودة). ويؤشر الثاني عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها المستحقة للمساهمين في مواعيدها المقررة (الحبيطي، 2001:221)(الحياي، 2004: 249)، لذلك لجأ الباحثون الى دراسة التنبؤ بالافلاس قبل حدوثه، نتيجة تراجع دور مدققي الحسابات والاطار الحوكمي من الإفصاح عن المعلومات والتي تكون بشكل مضلل، ما يؤدي إلى إفلاس بعض الشركات في المدى المتوسط والطويل، ونتيجة بعض الأخطار المالية والإقتصادية والإدارية التي تسود محيط الشركة (عبد الرحيم ، 2008:175).

ازدادت حدة الدعوة لتحقيق اهداف الحوكمة مع تصاعد حالات الفشل او الافلاس التي منيت بها الشركات خلال الفترة السابقة، فظهرت عدة نماذج متعددة للتنبؤ بالافلاس عبر توظيف هذه النماذج لمجموعة شاملة من المؤشرات المالية والسوقية، وتعتمد على نتيجة نهائية كمحصلة للنجاح او الفشل(داعور وعابد، 2013:256)، واغلب هذه النماذج بنيت على معادلة الارتباط والتي تعتمد على مجموعة من المؤشرات وتحويلها الى نسب، حيث تعطى اوزان نسبية لكل نسبة مالية او سوقية، وتختلف هذه النسب من نموذج إلى آخر بالإضافة إلى اختلاف الأوزان النسبية، وكل ذلك بسبب اختلاف الظروف الاقتصادية من شركة إلى أخرى، وبالتالي فان النموذج الذي ينطبق على شركة معينة ليس بالضرورة أن ينطبق على شركة أخرى (الشريف، 2006).

وكان (Bever- 1966) أول باحث أنجز دراسة في هذا المجال، فعد نموذجا للتنبؤ لتعثر الشركات، ثم تبعه في ذلك (Altman-1968) فتنبنى هو الآخر نموذج الخاضع، والذي شاع استخدامه فيما بعد تحت مسمى نموذج نتيجة Z (Z.Score)، وقد تنبنى كل منهما نموذجه الخاص على مجموعة من النسب المالية والسوقية المركبة والمتراصة ضمن سلاسل زمنية يمتد أفقها الزمني على مدار عدة فترات ليتشكل منها نموذج إحصائي يضيف على تلك النسب سمة الديناميكية لجعلها أداة صالحة للتنبؤ بالفشل المالي للشركات ومنذ ذلك الحين، وحتى عصرنا الحاضر، سعى كثير من الباحثين إلى تطوير نماذج جديدة للتنبؤ، ومن ثم تطوير القدرة التنبؤية لها، وفي هذا السياق قام (Altman) نفسه بتطوير نموذجه الكلاسيك (Z.Score) إلى نموذج جديد عرف فيما بعد تحت مصطلح (Zet-Model) عام 1977 (مطر، 2005: 364-365).

3-3-1- نموذج التمان Altman (Z-Score)

بدا ألتمان نموذجاً باستخدام النسب المالية ومعتمداً على التحليل التمييزي الخطي المتعدد المتغيرات Multiple Discriminant Analysis (MDA) ⁷، واستطاع من خلال هذا النموذج أن يميز بين الشركات الناجحة، والشركات الفاشلة في قطاع الصناعة، من خلال مجموعة شاملة من النسب (جبل، 196:2004) (ريحان وآخرون، 10:2012). وقد ثبت هذا الأسلوب الذي استخدمه ألتمان عام 1968 فاعليته ليس فقط في التنبؤ بقدرة العملاء على سداد ما عليهم من التزامات مصرفية و التنبؤ بمستوى ربحية السهم العادي، بل ثبتت فاعليته كذلك في تصنيف المؤسسات الاقتصادية وفقاً لأنماط الاستثمار، و في تقييم السندات المتداولة في سوق الأوراق المالية (ريحان وآخرون، 10:2012). استخدم التمان عينة مكونة من 66 شركة صناعية قسمت إلى 33 شركة فاشلة و 33 شركة غير فاشلة مماثلة لها بالصناعة وحجم الموجودات، واختبر التمان في هذه العينة 22 نسبة مالية استخرجت من القوائم المالية للشركات للسنة الأولى قبل إفلاسها باستخدام التحليل التمييزي الخطي المتعدد المتغيرات، وتوصل إلى انتقاء (5) نسب مالية وبالاتتماد على مؤشرات مالية وسوقية وعدها أفضل النسب المميزة للأداء، والتي يمكن أن تنبئ بالفشل (حمزة وآخرون، 45:2004)، ووضعها بصيغة معادلة تمييزية على الشكل الآتي (Altman, 2000 : 8).

$$Z=1.2X1+1.4X2+3.3X3+0.6X4+1X5$$

حيث ان:- (رمو والوتار، 23:2010)

$$X1 = \text{صافي رأس المال العامل} / \text{إجمالي الموجودات}$$

تعكس هذه النسبة الأهمية النسبية لرأس المال العامل إلى إجمالي الموجودات، وتقيس هذه النسبة صافي الموجودات السائلة لدى الشركة إلى مجموع الموجودات، وتعد من المؤشرات المهمة، إذ تعبر عن الأهمية النسبية للموجودات المتداولة التشغيلية قليلاً بإجمالي الموجودات.

$$X2 = \text{الأرباح المحتجزة} / \text{إجمالي الموجودات}$$

تعبر هذه النسبة عن الكمية الكلية للدخول (الأرباح) التي يمكن استثمارها، أو الخسائر المتراكمة (العجز المتراكم)، وهذه النسبة تعتمد على عمر الشركة، فكلما كانت الشركة أقدم كان رصيد أرباحها المحتجزة أعلى وبالعكس، وترتبط هذه النسبة بالدرجة الأساس بسياسة الإدارة في توزيع الأرباح.

$$X5 = \text{المبيعات} / \text{إجمالي الموجودات}$$

تشير هذه النسبة إلى مدى استخدام الموجودات بطاقتها القصوى، حيث عندما تكون هذه النسبة منخفضة، يعني أن الشركة لا تقوم بأعمال يتناسب مع حجم استثماراتها في الموجودات وبالعكس

7 هذا النموذج مكون من مجموعة من النسب المالية كمقياس للفشل أو الإفلاس في آن واحد، وهذا يُعد من إيجابيات هذه النسب لأنه يختصر الكثير من النسب المالية في نموذج واحد لذا فهو يسمى بتحليل التمايز (Discriminate Analysis) (الجمعية السعودية للمحاسبة، 2005) (Richard & Bill, 1999:374)

$X_3 =$ الأرباح قبل الفوائد والضرائب / إجمالي الموجودات

ان استخدام هذه النسبة يقوم على اساس منطقي، هو ان فاعلية الموجودات في توليد الارباح تقاس بصافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب وليس بعدها، لان مجموع الموجودات تتكون من اموال المساهمين، وكذلك اموال الدائنين والتسهيلات الممنوحة من قبل الدولة لبقاء واستمرار نشاط الشركة.

$X_4 =$ القيمة السوقية لحقوق المساهمين / إجمالي المطلوبات

تقيس هذه النسبة مقدار تغطية حقوق المساهمين لمجموع المطلوبات بذمة الشركة، اذ تعد حقوق المساهمين هامش الامان للدائنين

3-3-2- مكونات ومستويات التصنيف لنموذج التمان

نجح نموذج التمان الذي اصاغه في عام 1968 إلى حد ما في التنبؤ بالإفلاس قبل وقوعه بسنتين فقط، و فشل بالتنبؤ بالإفلاس إلى أكثر من ذلك، إذ بلغت نسبة الخطأ في هذا النموذج 5%، 28%، 52%، 69%، 64% في السنوات السابقة للإفلاس على التوالي، فهذه النتائج تعتبر جيدة في السنة الأولى والثانية، ولكنها قد لا تكون مرضية في السنوات الثالثة، الرابعة و الخامسة التي يكون فيها التنبؤ بمستقبل المؤسسة أكثر أهمية (ريحان واخرون، 2012:10). لذلك طور التمان نموذجه عام 1977 من خلال تغيير المعاملات التي تمثل اوزان متغيرات الدالة، والابقاء على نفس النسب المالية والسوقية المكونة للنموذج (شاكر واخرون، 2007:180) (Peter, 2005:31).

$$Z = 0.012 X_1 + 0.014 X_2 + 0.033 X_3 + 0.006 X_4 + 0.010 X_5$$

حيث أن النسب المستخدمة في هذا النموذج تحدد وفقا للجدول التالي :

جدول (1-1) نسب نموذج التمان

الوزن النسبي	المؤشرات المالية والسوقية
0.012	$X_1 =$ صافي رأس المال العامل / إجمالي الموجودات
0.014	$X_2 =$ الأرباح المحتجزة / إجمالي الموجودات
0.033	$X_3 =$ الأرباح قبل الفوائد والضرائب / إجمالي الموجودات
0.006	$X_4 =$ القيمة السوقية لحقوق المساهمين / إجمالي المطلوبات
0.010	$X_5 =$ المبيعات / إجمالي الموجودات

وتمثل Z قيمة المعادلة وتقارن مع المعايير التي وضعها التمان وفقا لهذا النموذج تصنف الشركات الى ثلاث اقسام او فئات:

جدول (2-1) تصنيف الشركات وفقا لنتائج نموذج التمان

الفئات	القدرة على الاستمرار	ادلة الاستمرار
الاولى	ناجحة	$Z \leq 2.99$
الثانية	احتمال الافلاس	$Z < 1.81$
الثالثة	تحتاج الى دراسة اكثر تفصيل	$2.99 > Z > 1.81$

ووفق هذا الجدول فان المشاريع التي تنتمي الى:- (Lewis and Pendrill, 2000, 406) (Peter, 2005:31).

الفئة الاولى، تكون ناجحة وقيمة Z تساوي 2.99 او اكثر

الفئة الثانية، يكون محتمل افلاسها وقيمة Z اقل من 1.81

الفئة الثالثة، يكون من الصعب التنبؤ بها وتحتاج الى تقييم ودراسة وقيمة Z بين 1.81 و 2.99

وبما ان هذا النموذج يعطي أهمية كبيرة لنسبة المبيعات إلى إجمالي الأصول وهذه النسبة تختلف أهميتها باختلاف الصناعات، لهذا قام ألتمان بتطوير نموذج يستخدم للشركات غير الصناعية حيث كان النموذج المعدل: (ريحان واخرون، 2012:10-11)

$$Z = 6.5 X_1 + 3.26 X_2 + 1.05 X_3 + 6.72 X_4$$

3- 4 - محاولة تطبيق مبادئ الحوكمة للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية

سعى سوق العراق للاوراق المالية بعد 2004 من تفعيل حوكمة الشركات عما كانت عليه قبل 2003 ، محاولة منه للارتقاء بمبادئ الحوكمة الدولية من خلال الاهتمام بالمستلزمات الداخلية (الاطار التنظيمي والمؤسسي) عبر تعديل قانون الشركات 1997 ، والاهتمام بالمستلزمات الخارجية والتي تتمثل بشقين اصلاح البنية الاساسية للسوق العراقي، واصدار قانون للسوق عام 2004 ، من اجل اعطاء دور للشركات المدرجة في تطور اداء مؤشر السوق، والحد من المخاطر (الافلاس) الشركات. ولاهميه ذلك عبر عن الحوكمة في العراق "هي النظام الذي بموجبه يتم توجيه ورقابة المنشآت، وذلك لمصلحة الحكومة واصحاب المصالح الاخرين" (ارنست ويونغ، 2006:58).⁸

وحسب ارنست ويونغ تعتبر العناصر الاتية اساسية من اجل هيكلية الحوكمة للمؤسسات والشركات في

العراق:-

- ✓ مجلس ادارة فعال
- ✓ لجنة تدقيق فعالة، وايجاد اطار قانون فعال
- ✓ اطار رقابة داخلية فعالة
- ✓ ادارة مخاطر فعالة
- ✓ نظم تضمن الافصاح الشفاف عن المعلومات في السوق.

8 عرفت الحوكمة وعناصرها من قبل مؤسسة ارنست ويونغ والتي تضم محاسبين قانونيين الذين زاروا العراق في عام 2006 ، لاجراء تقييم الحوكمة وعملية التدقيق فيما يتعلق ببيان المقبوضات والمدفوعات النقدية لصندوق تنمية العراق للسنة الماليه المنتهية في عام 2006 .

ويتضمن الاطار القانوني اهم القوانين والانظمة والتعليمات ذات الصلة، مثل قانون المؤقت لسوق الاوراق المالية رقم(71) لعام 2004، وقانون الشركات رقم(21) لعام 1997 المعدل(الذي يضم التعديلات المقترحة)، في حين يتضمن الاطار الرقابي مجموعة التعليمات الصادرة من هيئة الاوراق المالية والجمعية العراقية للمتعاملين بالاوراق المالية (المشهداني، 2007:9).

3-4-1 - المستلزمات الداخلية (الاطار التنظيمي والمؤسسي)

يعد قانون الشركات رقم (21) لعام 1997 المعدل النص الاساسي الذي يحكم ادارة الشركات واهم ما جاء فيه:-
(قانون الشركات رقم 21 لعام 1997 المعدل) .

• حقوق المساهمين والحقوق المرتبطة به، واهم ما جاء فيه:-

✓ يوزع الربح الصافي بعد الاستقطاع القانوني ومنه 5% كاحتياطي الزامي حتى يبلغ 50% من راس المال المدفوع، وقد يمدد الاحتياطي بما لا يتجاوز 100% من راس المال، ويوزع الباقي او جزء منه على الاعضاء حسب اسهمهم(المادة 7/اولا وثانيا).

✓ ان لا تقل مساهمة الدولة في الشركة المختلطة عن 25% من راس المال الشركة، واذا كان اقل من ذلك فتعامل شركة خاصة(المادة 7/اولا).

✓ لا يقل الحد الادنى لراس مال الشركات عن(2000000) دينار⁹، كما ان التزامات الشركة(المادة 28/اولا) يجب ان لا تزيد على 300% من قيمة راسمالها الكلي وحقوق الملكية الاخرى (المادة 28/ثانيا)، وقد تنطبق احكام خاصة اخرى على الشركات المنظمة بشكل خاص كالمصارف.

✓ قيمة السهم 1 دينار واحد في السوق الاولي (المادة 30).

✓ ان لا تقل السيولة في أي وقت عن 10% من راسمالها المدفوع (المادة 32)¹⁰.

✓ ان يكتب المؤسسون في الشركة المساهمة المختلطة بما لا يقل عن 30% ولا يزيد عن 55% من اسهماء، اما الشركة الخاصة فيجب ان يساهموا بما لا يقل عن 20%(المادة 39/اولا وثانيا).

✓ عند تأسيس الشركة يجب على المؤسسين في الشركة الخاصة ان يساهموا بما لا يقل عن 20% من راسمالها المدفوع (المادة 39/ثانيا).

✓ لا تقل مدة الاكتتاب عن 30 يوم واذا انتهت ولم يصل الاكتتاب(بضمنها اسهم المؤسسين) الى 75% من راسمالها الاسمي فتمدد فترة الاكتتاب الى 60 يوم، فاذا بقيت الاسهم المكتتب بها لاتصل الى 75% فعلى المؤسسين ان يخفضوا من راس المال الاسمي او يلغى الاكتتاب (المادة 42 و 43).

✓ يتطلب الاكتتاب بكل الاسهم الصادرة، وان لم يحصل هذا وجب على المؤسسين تسديد ما لا يقل عن (25%) من قيمة الاسهم التي يكتبون بها، ويجوز التقسيط لمدة 4 سنوات، وتكون الاقساط دينا واجب

9 تختلف هذه النسبة في قطاع المصارف، وفقا لتعليمات البنك بان تحتفظ المصارف براس مال لا يقل عن (250) مليار دينار مدفوعة بالكامل

10 تختلف هذه النسبة في قطاع المصارف، فالبنك المركزي اوجب ان لا تقل السيولة عن (30%)،(عبد النبي، 2011:12).

على الشركة، وتفرض على المدين فائدة تأخيرية لا تقل عن 5% ولا تزيد عن 7% سنوياً (المادة 48/أولاً وثانياً وثالثاً).

✓ لا يجوز للمؤسس نقل ملكية أسهمه إلا بعد مرور سنة من التأسيس وتوزيع أرباح لا تقل عن 5% من رأس المال الاسمي المدفوع (المادة 64/أولاً).

• المعاملة المتكافئة للمساهمين، حيث بين القانون ما يلي :-

✓ لحملة الأسهم 5% من الأسهم الاعتراض على قرارات الهيئة العامة (المادة 100).

✓ لكل مساهم عدد من الأصوات يساوي عدد الأسهم التي يمتلكها (المادة 97/أولاً).

✓ يكون التصويت علناً على القرارات الأساسية في اجتماعات الهيئة العامة، الانتخاب وإقالة مجلس الإدارة أو الأعضاء، وإذا دعي الأعضاء للاجتماع الذين يحملون ما لا يقل عن 10% يكون التصويت سرياً (المادة 98/أولاً).

✓ يعتبر غير قانوني أي شخص أو أشخاص متحالفين لكي يحصلوا على أكثر من 30% من الأسهم، مالم يقوموا بتعريف ما بحيازتهم الى السوق أو الهيئة (القسم العاشر/الفقرة الثالثة) (القانون المؤقت لسوق العراق لعام 2004).

✓ ان يتم تضمين التقارير السنوية لإدارة الشركة بالمعلومات ذات الصلة بالمصالح التي تحققت لأعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين ولذويهم الى حد الدرجة الثانية من كافة أنواع التعامل والتعاقد بما فيه البيع والشراء وتقديم الخدمات من وإلى الشركة أو وجود ترتيبات موضوعة لمساعدتهم أو لذويهم للحصول على الأسهم (القواعد المحاسبية في العراق، 1995).

• الإفصاح والشفافية

أوجب قانون الشركات وقانون الاسواق المالية على الشركات المساهمة اصدار الحسابات الختامية السنوية خلال فترة لا تتجاوز 150 يوماً من نهايه العام، وأوجب اصدار البيانات الفصلية للمؤشرات المالية والسوقية في مدة لا تتجاوز 60 يوماً من تاريخ انتهاء الفصل (تقرير سوق العراق للاوراق المالية، 2012) والهدف منها الوصول لفهم البيانات الخاصة بالشركة أو الشركات، وتوفير مؤشرات ومعلومات عن أداء الشركات (الاسعد، 2013: 274).

• الحفاظ على حقوق اصحاب المصلحة

أقر القانون بأنه لا يمكن لمالكي رأس المال في الشركة ممارسة التصويت أو سلطة أخرى في الشركة لجعلها تقوم بعمل أو الموافقة على تصرفات توذي الشركة لمصلحتهم أو مصلحة المتعاونين معهم ضد مصلحة الملاك الآخرين، أو تعرض أموال الدائنين للخطر من خلال سحب رأس المال أو نقل الأصول عند الخطر الوشيك، أو عندما يحظر القانون ذلك (المادة 4/ ثالثاً).

• مجلس الادارة

تطرق قانون الشركات 1997 المعدل الى تشكيلة مجلس الادارة والكيفية التي يتم بواسطتها اختيار الاعضاء والمهام الاساسية التي تناط بهم، فضلا عن دوره في الاشراف على الادارة التنفيذية للشركات، وعلى الرغم من تناول القانون العديد من القضايا المهمة الا انه لم يتناول حقوق المساهمين فيما يتعلق بحضورهم الى الاجتماعات السنوية للهيئة العامة، وتزويدهم بالمعلومات الضرورية التي ترتبط بجدول اعمال تلك الاجتماعات، وملخصات التقارير المالية، وتقرير مراقب الحسابات، وادارة الشركة، واية معلومات قد يكون لهل اثر على القرار الاستثماري، كما ان القانون لم يتطرق الى الفصل بين مهمة الاشراف والادارة ضمن هيكل المجلس (المشهداني، 2007:11).

3-4-2- المستلزمات الخارجية

3-4-2-1- الاطار الرقابي للسوق على الشركات

اعطى قانون سوق الاوراق المالية لعام 2004 هيئة الاوراق المالية مسؤولية توثيق المعلومات المتكاملة عن الشركات ونشرها بهدف تمكين المستثمر من ان يقرر قيمة الاسهم والارباح المتحققة، اي الاطلاع على المؤشرات المالية والسوقية، لمعرفة اداء الشركات. لذلك تتشكل العديد من اللجان سنويا بامر من مجلس المحافظين المنتخب وفقا لتعليمات هيئة الاوراق المالية ومن هذه اللجان:-

• الرقابة والانضباط، وتختصر مهامها في اتخاذ القرارات بشأن مخالفة قانون 74 لعام 2004 كاتعليمات

الافصاح والملاءة المالية والتداول وشكاوي المستثمرين .

• تحديث الانظمة الالكترونية وتهتم بمتابعة تنفيذ خطة التداول الالكتروني، وتدريب الموظفين

• إعداد تعليمات لمخالفات الشركات الواسطة (الملاءة، الافصاح، التداول) (التقرير السنوي لسوق العراق

للاوراق المالية، 2013:8-9)، وهي استكمالاً لما اصدرته الهيئة خلال للاحوام 2006-2009 لمجموعة

من التعليمات منها تعليمات رقم (1) الاستثمار لغير العراقيين، ورقم (10) الافصاح عن المؤشرات المؤثرة

كالاهمية النسبية للموجودات والمطلوبات والقيمة السوقية ورأس المال العامل والمبيعات، ورقم (13) شكل

ومحتوى البيانات المالية والسوقية والسنوية (التقرير السنوي لسوق العراق، 2013:3).

وواصلت الهيئات العراقية في السوق جهودها في تعزيز الحماية والرقابة بعد اصدار ضوابط وتعليمات لحماية

الشركات من المخاطر، وتعظيم القيمة السوقية لاسهمها الى دراسة الانظمة الالكترونية المطبقة في البورصات

العربية والعالمية، بحيث تكون امينة وفعالة وتنافسية وتتسم بالشفافية، فضلا عن تنظيم وتبسيط تعاملات الاوراق

المالية بصورة عادلة وفعالة ومنظمة، بضمنها عمليات المقاصة والتسوية وكل ماله صلة بشراء وبيع الاوراق

المالية، بالاضافة الى ايلاء المزيد من الاهتمام بمسائل تطبيق معايير وممارسات الحوكمة السليمة، وتنشيط التداول

من خلال الاهتمام بالبنية الاساسية للسوق لايصال المعلومات النزيهة التي تنعكس على اسعار اسهم

الشركات (البنك المركزي العراقي، 2011:36).

3-4-2-2- البنية الأساسية لسوق العراق للأوراق المالية

- اتحاد وسطاء الأوراق المالية: في عهد سوق بغداد كان مسجل الشركات في وزارة التجارة هو المسؤول عن منح اجازات شركات الوساطة المالية في السوق، اما في سوق العراق فقد تغير هذا الامر، اذ اصبح السوق هو المسؤول عن اعطاء هذه الاجازات، وبذلك تم فك الارتباط بين الوسطاء وتأثير التدخل الحكومي في طريقة اعطاء الاجازات، وبهذا فان الشركات ابتعدت عن التدخلات الخارجية التي تؤثر في اداءها (التقرير السنوي الاول لسوق العراق للأوراق المالية، 2004: 6).
- لتعزيز موقع السوق في العالم ولخلق وسائل أكثر للافصاح تم بناء موقعين للمعلومات على شبكة النت وباللغتين الانكليزية والعربية وعلى موقع الاتحاد الأوروبي الآسيوي FEAS، حيث تنشر في المعلومات المتعلقة بالسوق، والاتفاق مع Thomson Reuters لبث بيانات التداول ومعلومات الشركات Online الى مشتركها في خطوة لمساعدة الشركات لجذب رروس الاموال للاستثمار وتوعية المستثمرين العراقيين والاجانب بشأن فرص الاستثمار في السوق .
- تأسيس مركز الايداع في 2009/4/19 بعد موافقة هيئة الأوراق المالية بفصل مركز الايداع عن السوق العراق وبأشر عمله في 2010/1/1 كمؤسسة اقتصادية غير ربحية تساهم في تعزيز الاستثمار الاقتصادي الآمن والمستقر، وذلك بدعمه لجميع القطاعات الاقتصادية والمستفيدة من الخدمات التي يقدمها المركز لاستكمال التداول الالكتروني لكونه تابع للسوق (البنك المركزي العراقي، 2010: 64)، وإنشاء قاعدة بيانات متكاملة لمالكي الأوراق المالية لتعزيز من سرعة دوران الأوراق، وبهذا بلغت شهادات الايداع الاسهم التي تم ايداعها (1.734) شهادة اسم، وفي عام 2012 بلغ مجموع حجم عمليات الادخال من ايداع ورسملة واكتتاب (8.020) (البنك المركزي العراقي، 2012: 91).
- انتقلت مرحلة التداول من اللوحات البلاستيكية الى مرحلة تداول الالكتروني workstations في مقر البورصة وفي 47 شركة خارج البورصة والتداول عبر شبكة WAN، واصبحت عمليات نقل الملكية تتم لحظيا وفق نظام Equator والتسويات المالية تتم بعد الجلسة مباشرة 0 T+ (اي ان التسوية المالية والسهمية تتم في نفس الوقت) الامر الذي انعكس على تطور مؤشرات التداول. وبموجب تعليمات التداول الالكتروني ينفذ السوق الاجراءات الاتية:- (التقرير السنوي للسوق، 2010: 5-6) (التقرير السنوي للسوق، 2011: 4)،

- ✓ عند ادراج الشركة المساهمة تترك اسهمها في اول جلسة تداول حرة لتثبيت سعر التداول
- ✓ يسمح لاسعار اسهم الشركة في الجلسات اللاحقة بالتغير بما لا يتجاوز 10% ارتفاعا وانخفاضا عن سعر اغلاقها الذي تم تثبيته في الجلسة الاولى
- ✓ عند عودة الشركة الى التداول بعد زيادة راسمالها عن طريق الاكتتاب او الرسملة او كلاهما (مع توزيع الارباح النقدية او بدونها) يتم احتساب السعر التاشيري للسهم EP^{11} ، اخذين بنظر الاعتبار راس المال

11 يتم احتساب السعر التاشيري للسهم في اول جلسة تداول، ومن خلال المعادلة التي يحتسب فيها حدود السعر ارتفاعا وانخفاضا $CD = EP = (Cap * CP + Cap * NP / Cap 1)$ (التقرير السنوي للسوق، 2010: 6).

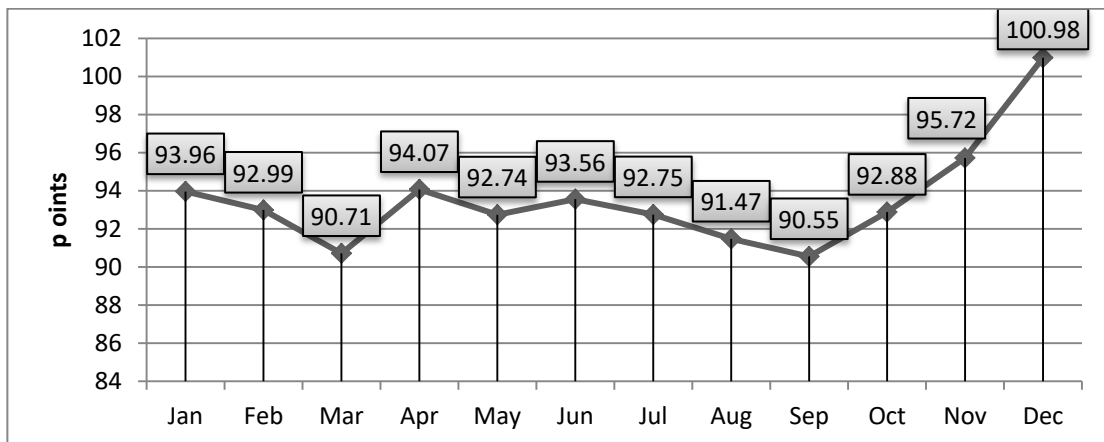
السابق Cap وسعر الاغلاق السابق CP ومبلغ الاكتتاب NP المدفوع ورأس المال الحالي CAPI وتوزيع الارباح CD، ان تلك الاجراءات لحدود تغير السعر كان له انعكاس على دور الشركات في تحسين قيمة مؤشر السوق.

3-4-3- ثانيا- دور الشركات المدرجة في تحسين مؤشر الاسعار لسوق العراق للاوراق المالية

المؤشر هو قيمة رقمية مطلقة تكون على هيئة متوسطات او ارقام قياسية تستخدم لاجراء المقارنات والملاحظة والقياس للتغيرات المقطعية والسلاسل الزمنية التي تحدث في الشركات المدرجة في الاسواق المالية لفترة زمنية معينة (داغر، 2005:298)، ويقاس مؤشر سوق الاوراق المالية مستوى الاسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من اسهم الشركات التي يتم تداولها بانتظام، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر ان يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال (Bodia, et.al,2004:18).

ان الشركات في سوق العراق التي تتداول اسهمها بانتظام عددها (40) شركة، حيث اعتمد سوق العراق للاوراق المالية على قياس حركة التغير في اسعار اسهم هذه الشركات، كما اعتمد طريقة القياس على اساس ثابت ومتحرك. ففي عام 2009 اغلق مؤشر سوق العراق لاسعار الاسهم المتداولة على (100.86) نقطة ، وفي عام 2010 اغلق في اول جلسة تداول (100.45) نقطة، أي انخفض بنسبة (0.41%) مقارنة مع 2009، واغلق في نهاية 2010 على (100.98) نقطة، أي ارتفع عن اغلاقه لعام 2009 بنسبة (0.12) وعن اول جلسة من عام 2010 بنسبة (0.53) (التقرير السنوي للسوق، 2010:6). والشكل يبين المؤشر لعام للسوق لعام 2010

شكل (1-1) حركة مؤشر سوق العراق شهريا لعام 2010

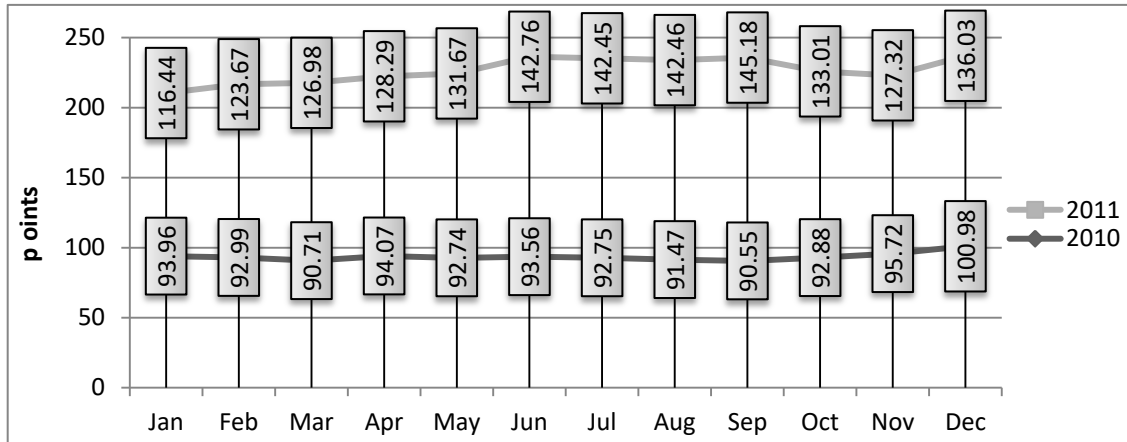


المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقرير سوق العراق

وفي عام 2011 نظم سوق العراق (232) جلسة تداول، حيث تداول اسهم (87) شركة، حيث بلغ عدد الاسهم المتداولة (492) مليار سهم بقيمة (941) مليار دينار وهي تقابل (784) مليون دينار من خلال تداول

(132574) عقد، حيث بلغت القيمة السوقية (4930) مليار دينار وهي تقابل (4) مليار دولار. وبذلك سجل المؤشر في عام 2011 ارتفاعا نسبته (34.7%) قياسا بعام 2010 ، وارتفاعا نسبته (31.9%) قياسا مع اول جلسة تداول من عام 2011، حيث اغلق في اول جلسة من العام نفسه على (103.11) نقطة، واغلق في اخر جلسه من نفس العام على (136.03) نقطة (التقرير السنوي للسوق، 2011:4).

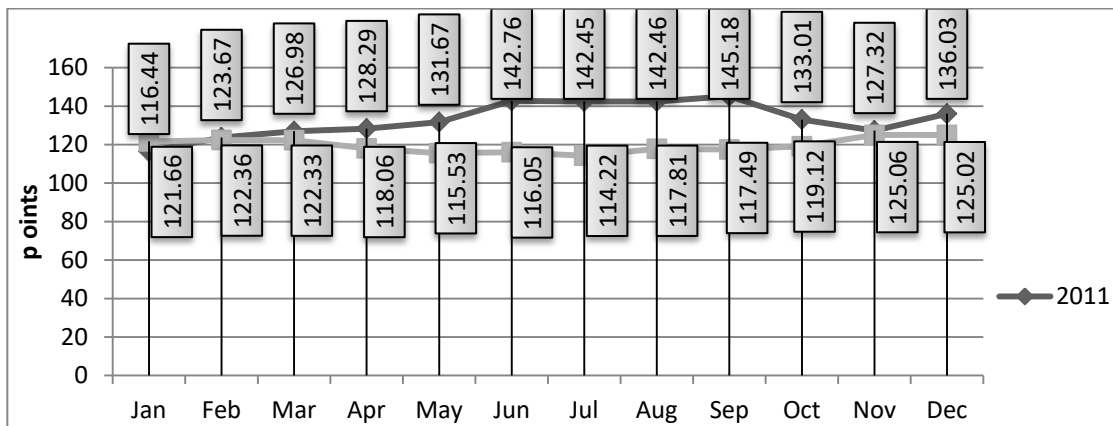
شكل (2-1) حركة مؤشر سوق العراق شهريا لعام 2010-2011



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقرير سوق العراق

وتغيرت حركة المؤشر خلال عام 2012 باتجاهات عديدة بعد ان اغلق في اول جلسة على (138.99) نقطة حيث بلغ ادنى نقطة في شهر السابع من نفس العام لتكون (113.99) نقطة، لينتهي حركته في اخر جلسة من نفس العام عند (125.02) نقطة وهي اقل مقارنة ببداية العام واعلى مقارنة بعام 2011 في نهاية العام (التقرير السنوي للسوق، 2012:8).

شكل (3-1) حركة مؤشر سوق العراق شهريا لعام 2011-2012



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي لسوق العراق

- ومن اهم العوامل التي اثرت في قيمة مؤشر السوق العراقي لعام 2012: (التقرير السنوي للسوق، 2012:8)
- ✓ ارتفاع رووس الاموال للشركات والتي بلغت (637.511) مليار سهم، وهي (تقابل 637.511) مليار دينار عراقي، والذي يعد من اكبر حجم للاكتتاب منذ 2004 . وهذا الارتفاع بفعل رسملة الارباح والاحتياطات بما يقارب (267.523) مليار سهم.
 - ✓ ارتبط سعر السهم بنشاط الشركة خصوصا مع التزام معظم الشركات بمعايير الحوكمة وفي ظل الاطار القانوني وتعليمات الافصاح عن المعلومات والاطار الرقابي امتثالا لملاحظات مراقبي الحسابات الفصلية والسنوية وهيئة الاوراق المالية.
 - ✓ تحقيق نمو في مؤشرات الانشطة والربحية انعكس بشكل ايجابي على قيمة السهم.

3-4-4- ثالثا- نظام التمان لتحليل مستوى المخاطر للشركات المدرجة في سوق العراق

تنشأ مخاطر الافلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها تجاه الغير، نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ اقتراح استثماري، او توسيع نشاطاتها، فقد يكون لذلك تاثير على سلامة المركز المالي للشركة، اذ قد تباعد او تقترب من مخاطر التوقف عن السداد، وهو ما ينعكس على القيمة السوقية، وتكمن مخاطر الافلاس بالنسبة للاسهم في ان حملة الاسهم لا يحصلون على مستحقاتهم الا بعد استيفاء الدائنين حقوقهم كاملة، اذ انه يمكن ان لا يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد اصحاب الاسهم لاموالهم التي سبق ان استثمروها في تلك الشركة (الزبيدي، 2001:234).

ومن اجل التأكد من حالات الافلاس او الفشل التي تمر بها الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، فان النسب الخمسة تقيس المخاطر التي تواجه الشركة، والتي يمكن تلخيصها بحرف واحد كما سماها التمان بقياس (Z)، وهذا يفسر كما يتضمن درجة التشابه للهيكلية المالية لتلك الشركات، والتي يمكن تعريفها بالعسر المالي (الافلاس).

X1 = صافي رأس المال العامل / إجمالي الموجودات

X2 = الأرباح المحتجزة / إجمالي الموجودات

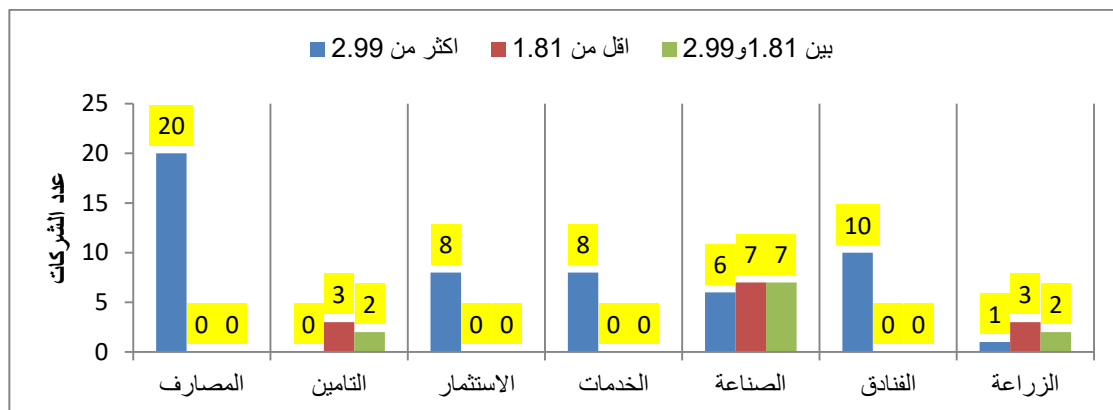
X3 = الأرباح قبل الفوائد والضرائب / إجمالي الموجودات

X4 = القيمة السوقية لحقوق المساهمين / إجمالي المطلوبات

X5 = المبيعات / إجمالي الموجودات

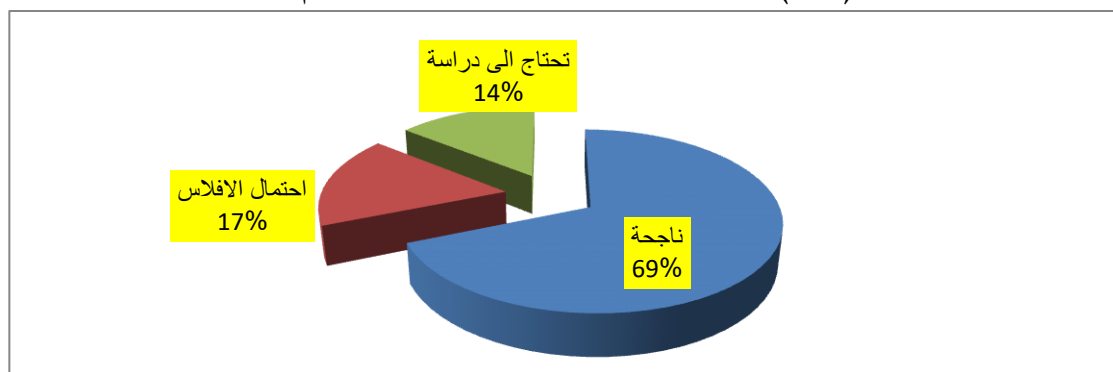
تم تطبيق النموذج لمدة ثلاث سنوات -2011-2012-2010، وبشكل مستقل، ولا يمكن اعطاء تبرير لكل عام ما دامت النتائج متقاربة خلال المدة وعلى مستوى السوق، كما في الاشكال الاتية:-

شكل (4-1) تصنيف الشركات الى ناجحة وفاشلة حسب نموذج التمان لعام 2010



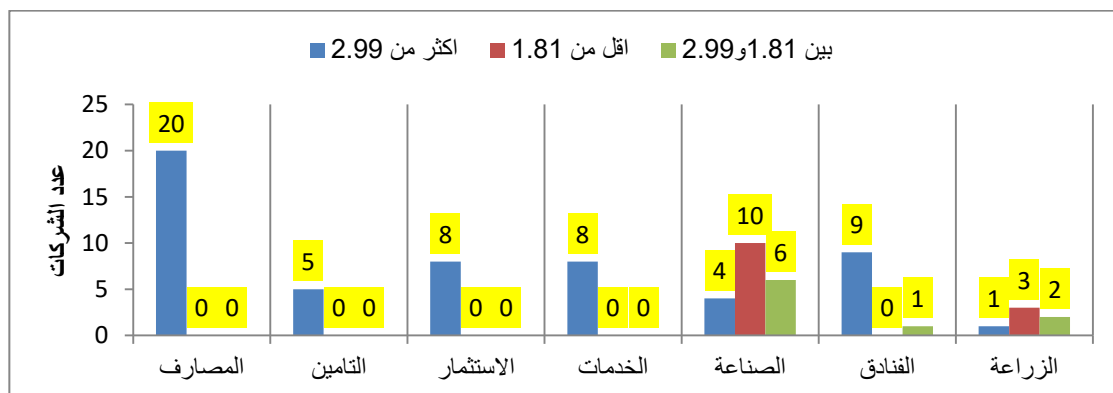
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج النموذج

شكل (5-1) الاهمية النسبية للشركات الناجحة والفاشلة لعام 2010



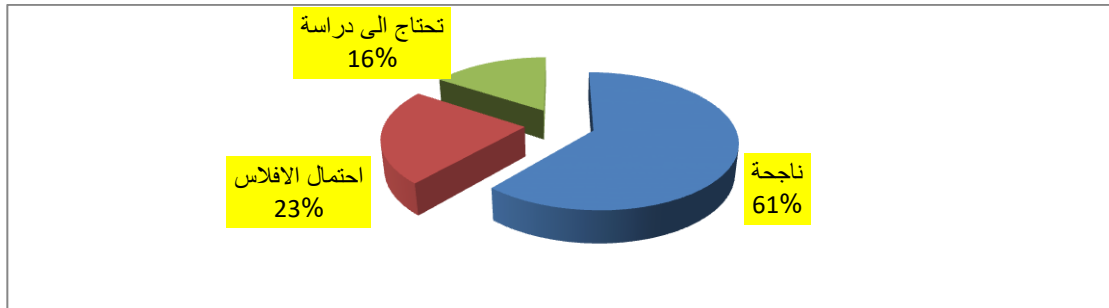
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشكل (4-1)

شكل (6-1) تصنيف الشركات الى ناجحة وفاشلة حسب نموذج التمان لعام 2011



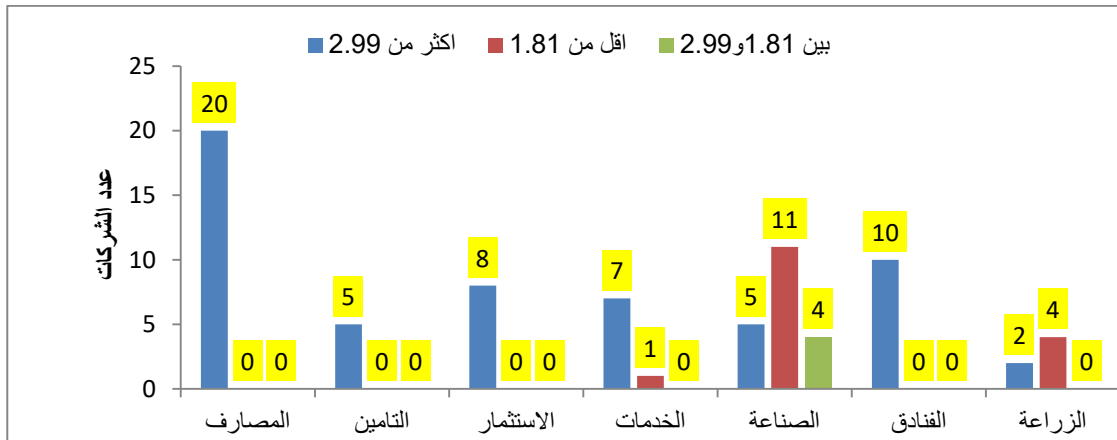
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج النموذج

شكل (7-1) الاهمية النسبية للشركات الناجحة والفاشله لعام 2011



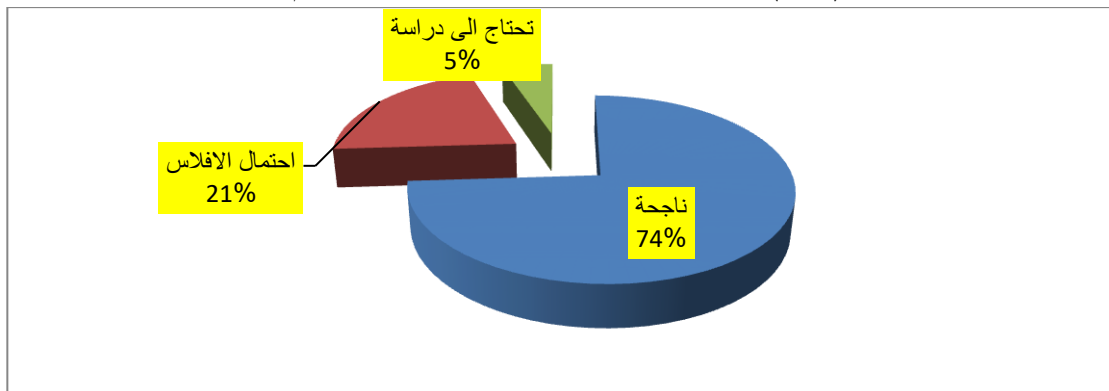
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشكل (7-1)

شكل (8-1) تصنيف الشركات الى ناجحة وفاشلة حسب نموذج التمان لعام 2012



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج النموذج

شكل (9-1) الاهمية النسبية للشركات الناجحة والفاشله لعام 2012



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشكل (8-1)

ان الشركات التي حصلت على درجة اقل من (1.81) والتي كان اغلبها في الشركات الانتاجية (الصناعة والزراعة) والشركات التي حصلت على درجة تراوحت بين (1.81) و(2.99)، يمكن ايعازه للاتي:-

- ✓ ظهر صافي راس المال العامل (X1)، وهو احد مؤشرات السيولة في الشركات الفاشلة والتي تحتاج الى دراسة اقل من متوسط القطاع الذي ينتمي اليه مما يدل على وجود سيولة منخفضه، اضافة الى ان دورة الانتاج الطويلة تحتاج الى راس مال اكبر، وبالتالي فان الوحدات الصناعية تحتاج الى راس مال عامل اكبر من الوحدات الانتاجية، وفي الصناعات الثقيلة اكبر من الصناعات التحويلية وهكذا. فضلا عن الخسائر المحققة التي تؤدي الى نقص الاموال، مما ساهم في تخفيض قيمة Z.
- ✓ اغلب الشركات كانت ارباحها المحتجزة (X2) ضئيلة، وبعضها لم تحقق ارباح لبعض السنوات، وبعضها استخدمها اطفاء للعجز المتراكم.
- ✓ ان صافي الارباح قبل الضريبة (X3) ظهر سالبا، الذي اعتبره التمان من اكثر النسب مساهمة في الفصل بين مجموعة الشركات الفاشلة من غير الفاشلة، وهذا يدل ان الشركة عاجزة عن تغطية تكاليفها.
- ✓ ان القيمة السوقية (X4) للشركات المدرجة كانت موجبة، في حين كانت القيمة السوقية المضافة سالبة، بمعنى ان الشركات لم تكن كفوءة لتحقيق قيمة سوقية مضافة يمكن ان تساهم في تسديد الالتزامات، حيث انه كلما كانت نسبة القيمة السوقية/المطلوبات منخفضة يدل على زيادة ديون الشركة مقارنة بموجوداتها، والذي اثر على قيمة Z.
- ✓ اما المبيعات/الموجودات (X5)، فيرجع انخفاض مؤشرها الى انخفاض المبيعات مقارنة بالشركات التي تنتمي لنفس القطاع، في حين كانت الموجودات مرتفعة قياسا بالمبيعات مما اثر على النسبة.

الاستنتاجات

ان تطبيق نظام الحوكمة في اطارها القانوني والرقابي للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية وتطابق بعض فقراتها بالمبادئ الدولية، شرعت لكي تعكس اثارها على الجانب الاقتصادي المتمثل في تطور مؤشر سوق العراق وتقليل درجة المخاطر للشركات المدرجة من اجل المساهمة في بناء السوق وفقا لمتطلبات عولمة الاسواق واعطاء صورة واضحة للمساهمين، فاهم ما يمكن استنتاجه :-

1- تطور مؤشر سوق العراق للاوراق المالية، وهذا يعود الى:

- القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية رقم (71) لعام 2004، والذي بموجبه تشكلت ادارة السوق من مجلس المحافظين وهيئات اشرافية كهيئة الاوراق المالية.

- تطور البنية الاساسية للسوق كاتحاد وسطاء الاوراق المالية الذي منع التأثير الحكومي في اعطاء الاجازات الا من قبل السوق، والعمل على زيادة الافصاح من خلال المواقع الالكترونية، وتأسيس مركز للايداع ودوره في ايداع شهادات الاسهم

- الانتقال من التداول البلاستيكي الى التداول الالكتروني.

2- مخاطر الشركات المدرجة في سوق العراق، ان ظهور بعض الشركات معرضة للافلاس قد لا تكون بالضرورة ان الشركة منهارة وانما يعد مؤشر سلبي لها اذ لم تتخذ الاجراءات اللازمة، ويعود ظهور حالة الافلاس الى:

- عدم التزام الشركات بقانون الشركات 1997 المعدل، فمن السهل وضع الاسس والضوابط التي تحكم ادارة الشركات، وانما الصعوبة تكمن في كيفية تطبيقها على ارض الواقع.

- كما تدل على ضعف انظمة الرقابة وادارة الشركات، مثل ضعف ادارة التوازن بين السيولة والربحية.

التوصيات

1- ضرورة تبني نماذج الفشل المالي، منها نموذج التمان، ليساعد كل شركة على التنبؤ السنوي، وان يتم الافصاح عنه في تقرير خاص بالشركة يسمى (موقع الشركات المدرجة من الافلاس المالي).

2- ينبغي على السياستين المالية والنقدية التفاعل من اجل تطوير سوق مالي حديث، وباعتباره من الاسواق الناشئة، يتطلب توفير بيئة قانونية واقتصادية وخبرات علمية وتقنية ومعلوماتية متكاملة.

3- سعي ادارة السوق وهيئة الاوراق المالية الى تنظيم دورات تدريبية مكثفة تتخصص في مجال قضايا الحوكمة المتعددة لارتباطها بكفاءة الشركات والسوق.

المصادر العربية

- 1- سليمان، محمد مصطفى(2009) دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري (دراسة مقارنة)، الطبعة الثانية، الدار الجامعية.
- 2-الدوغجي، علي حسين(2009) "حوكمة الشركات وأهميتها في تفعيل ونزاهة التقارير المالية"، مجلة دراسات محاسبية مالية، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، العدد السابع.
- 3.المعهد العربي للتخطيط بأكويت(2011)الاطر القانونية لاسواق الاسهم العربية،العدد 100 .
- 4- سامي، مجدب محمود ، دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية، ورقة بحثية قدمت في المؤتمر العملي الخامس حول حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، المنظم بجامعة الإسكندرية.
- 5- صالح ،مفتاح.فريدة،معار(2010) متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية،مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة محمد خيضر-سكرة.
- 6- عبد الملك،أحمد رجب(2008)دور حوكمة الشركات فى تحديد السعر العادل للأسهم فى سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية - جامعة الإسكندرية العدد ١ مجلد ٤٥ .
- 7- المزيني، عماد الدين محمد(2002)بورصة فلسطين للأوراق المالية واقعها وافاقها،رسالة ماجستير، القاهرة.
- 8- الزبيدي،زهير حامد(2011)كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الواقع والظموح نظرة تحليليةجامعة ديالى كميّة الإدارة والاقتصاد مجلة ديالى العدد السابع والخمسون.
- 9- مصطفى، سليمان محمد ، (2000)القياس المحاسبي للعلاقة بين أسعار الأسهم ومؤشرات الأداء الاقتصادي في ضوء محددات النظرية الايجابية -دراسة تطبيقية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة بينها، جامعة الزقازيق ، السنة العاشرة ،العدد الأول.
- 10- نستور ،ستيلبون ، (2003)التقارب الدولي فى مجال حوكمة الشركات ، حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين ، مركز المشروعات الدولية الخاصة ، واشنطن.
- 11- رابع،بوقرة. هاجرة،غانم (2012) الحوكمة :المفهوم والأهمية. الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كالية للحد من الفساد المالي والاداري ،جامعة محمد بسكرة.
- 12- حماد ،عبد العال طارق(2007)، " حوكمة الشركات (شركات قطاع عام وخاص ومصارف، المفاهيم – المبادئ – التجارب – المتطلبات) "الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر.
- 13- الشوارة ،فيصل محمود(2009)، " قواعد الحوكمة وتقييم دورها في مكافحة ظاهرة الفساد والوقاية منه في الشركات المساهمة العامة الأردنية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية،المجلد 25،العدد الثاني.
- 14- خليفة ، محمد ناجي حسن (2005)، الاشراف و الحوكمة في البنوك ، المؤتمر العربي الاول حول التدقيق في اطار حوكمة الشركات ، مصر.
- 15- الشحات،نظير رياض محمد ،، (2007) إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، كلية التجارة بجامعة المنصورة.
- 16- نوري، بتول محمد.سلمان،علي خلف(2011)حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة،ورقة مقدمة الى الملتقى الدولي حول الابداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة،جامعة البليدة.
- 17- جبل، علاء الدين(2004) ،" تحليل القوائم المالية"، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، جامعة حلب، سوريا.
- 18- ریحان، الشریف.مریم،ایت بارة.ریم،بوواله(2012)الفشل المالي في المؤسسة الاقتصادية - من التشخيص إلى التنبؤ ثم العلاج كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة باجي مختار/ عنابة .

- 19- حمزة، هيفاء عبد الكريم وإبراهيم، صبا محمد وشيرزا، محمد قاسم، (2004)، " التحليل المالي مؤشر على مدى نجاح الشركة أو تعثرها :دراسة تطبيقية في عينة من شركات القطاع الخدمي والزراعي والمدرجة في أسهمها في سوق بغداد للأوراق المالي"، مجلة كلية التراث الجامعة، السنة الثالثة، العدد4.
- 20- الجمعية السعودية للمحاسبة (2005). المعلومات المحاسبية ودورها في أسواق الأسهم، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية.
- 21- رمو، وحيد محمود. الوتار، سيف عبد الرزاق محمد(2010) استخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بفشل الشركات المساهمة الصناعية: دراسة على عينة من الشركات المساهمة الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية*كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة الموصل تنمية الرافين العدد 100 مجلد.3
- 22- العبيدي،خلود عاصم وناس(2010)،دور حوكمة الشركات في معالجة الاختلالات الهيكلية في سوق العراق للأوراق المالية،كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة.
- 23- المشهداني، بشرى نجم عبدالله (2007) أهمية حوكمة الشركات في مواجهة الفساد المالي والمحاسبي كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
- 24- قانون الشركات العراقية رقم(21) لعام 1997 المعدل.
- 25- عبد النبي، وليد عدي(2011) الجهاز المصرفي العراقي بين الواقع والطموح،المديرية العامة لمراقبة الصيرفة والائتمان،البنك المركزي العراقي بغداد.
- 26- القواعد المحاسبية في العراق، 1995 .
- 27- تقريرسوق العراق للأوراق المالية، 2012 .
- 28- الاسعد ،آلاء مصطفى (2013) المعايير المحاسبية والتغيرات في بيئة الأعمال المعاصرة مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية.
- 29- التقرير السنوي لسوق العراق، 2013 .
- 30- التقرير السنوي الاول لسوق العراق للأوراق المالية، 2004 .
- 31- البنك المركزي العراقي، 2012 .
- 32- التقرير السنوي للسوق، 2010 .
- 33- داغر، محمود،(2005)، "الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)"، الطبعة الاولى، دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان.

المصادر غير العربية

1. Hitt , A . & Others , 2001. Strategic Management Competitiveness & Globalization , South – Western College Publishing . 5th ed
2. The Institute of Internal Auditor, (IIA) (2003)"Standard For The Professional Practices of Internal Auditing : Altamonte Spring Florida", www,theiia.org.com
3. Winkler,adalbert(1998)Financial Development,Econoice Growth and Coroprate Governance
4. Helbling, C, and J. Sullivan,(2003) "Introduction: Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies", in Search for Good Directors, a Guide to Building Corporate Governance in the 21 Century, Center for International Private Enterprise, Washington

5. Panasian.C. and, Prevost .A.K. and , Bhabra .H.S," Board Composition and Firm Performance: The Case of the Dey Report and Publicly Listed Canadian Firms"Financial Review, forthcoming,
6. Greenbury, R (1995).Directors Remuneratiok:Report of aStudy Group Chaired by Sir Richard.Gee Publishing Ltd.,London.
7. Hampel Report,1998 Report Committee on Corporate Corporate Governance,Final Report,Gee Publishing Ltd.,London.
8. OCED ,(2004)The Organization for Economic Co-Operation and Development Principles of Corporate government,A BOARDROOM PERSPECTIVE, Publication Service,France.
9. Bushman, Robert & others, 2004 "Financial Accounting Information, Organizational complexity & Corporate Governance Systems", Journal of Accounting & Economics, Vol 37,.
10. Kopeikina, Luda, 2006 "The Elements of Aclear Decision", Mitsloan – Management Review, Vol 47,.
11. Zhang,I,,"Economice Consequences of tSarbanes-Oxley Actof 2002.Journal of Accounthing& Economices,Vol 44 Issus 1/2.
12. Edward I. Altman, 2000, "Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting TheZ-Score and Zeta Model", New York University. (www.businessdiagnostics.com.au/ZscoreZetaModels_Altman.pdf)
13. Bodie,Zvi,Kant,Alex, and Marcus,J., (2004),"Essentials of Investments",fifth edition,McGraw-Hillcompanies,inc,New York.

