

اثر تنفيذ آليات حوكمة الشركات في تخفيض
فجوة التوقعات عن القيمة العادلة
دراسة تطبيقية في الشركات العراقية الخاصة المدرجة
في سوق العراق للأوراق المالية

المدرس المساعد حسنين راغب طلب
كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة الكوفة

ملخص البحث

يهدف البحث إلى توضيح مفهوم حوكمة الشركات وآليات تنفيذها، وكذلك مفهوم وقياس فجوة التوقعات عن القيمة العادلة، فضلاً عن بيان اثر تنفيذ آليات حوكمة الشركات في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة، ولتحقيق هدف البحث فقد تم اختبار ذلك النموذج بالتطبيق على الشركات العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2012 ، وقد تم احتساب فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للأسهم العادية، فضلاً عن تصنيف آليات حوكمة الشركات إلى عشرة متغيرات تم قياسها، وقد توصل البحث إلى وجود اثر إحصائي في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للأسهم العادية في ظل تنفيذ آليات حوكمة الشركات، ومما سبق أوصى الباحث بضرورة سن القوانين والتشريعات التي تلزم الشركات بتنفيذ آليات حوكمة الشركات لما لها اثر في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للأسهم العادية .

الكلمات الرئيسية: حوكمة الشركات، القيمة العادلة

Abstract

The research aims to clarify the concept of corporate governance and mechanisms of implementation, as well as the concept and measure the gap expectations for fair value , as well as a statement following the implementation of corporate governance mechanisms in reducing the gap expectations for fair value , and to achieve the objective of this research has been tested that model application to private Iraqi companies listed in Iraqi market for securities for the year 2012, has been calculated by the expectations gap over the fair value of common shares , as well as the classification mechanisms of corporate governance to ten variables measured , research has come to exist after a statistical reduction in the expectations gap over the fair value of common shares in light of the implementation mechanisms corporate governance, which has already researcher recommended that the enactment of laws and regulations that require companies to implement corporate governance mechanisms because of its effect in reducing the expectations gap over the fair value of common shares.

Keywords: corporate governance, fair value

المقدمة:

يعد مفهوم حوكمة الشركات من المفاهيم الحديثة لتشجيع الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية، إذ أن التطبيق الجيد لمفهوم حوكمة الشركات وآلياتها سوف يؤثر على أسعار الأسهم العادية، إذ يحتاج سوق العراق للأوراق المالية والشركات المدرجة فيه العديد من المقومات لرفع درجة كفاءتها، إذ نلاحظ إن بعض الشركات العراقية المدرجة بالسوق ارتفع أسعار أسهمها بالرغم من خسارتها وكذلك العكس وهذا يرجع سببه إلى عدم توافر كافة المعلومات اللازمة لحملة الأسهم .

ومما سبق فان قياس القيمة العادلة للسهم العادي والإفصاح عنها سوف يخلق فجوة للمستثمرين الحاليين والمرتقبين بينها وبين القيمة السوقية مما يؤدي إلى عدم اتخاذ القرار اللازم من قبلهم، لذلك فان تنفيذ آليات حوكمة

الشركات له الأثر البالغ في تخفيض هذه الفجوة وبالتالي سوف تمكن المستثمرين من اتخاذ القرار المناسب في ضوء ذلك

المبحث الاول - منهجية البحث

أولاً : مشكلة البحث :

يعد مفهوم حوكمة الشركات من المفاهيم الحديثة التي تعمل على حماية حقوق حملة الأسهم والآخرين من أصحاب المصلحة، إذ قامت العديد من الجهات والمنظمات المهنية بوضع مبادئ لتطبيقها وبشكل ينظم العلاقة بين الأطراف الرئيسية في الوحدات الاقتصادية (المساهمين، مجلس الإدارة، والإدارة التنفيذية)، وتحتاج مبادئ الحوكمة إلى آليات مناسبة لتطبيقها، إذ تم طرح العديد من الآليات والتي تمثلت باليات داخلية واليات خارجية، وان الهدف من تطبيق آليات الحوكمة هو استعادة الثقة بمستخدمي المعلومات المالية في القوائم المالية، ومن جانب آخر يرى بعض الباحثين إلى إن تطبيق الجيد لحوكمة الشركات يؤدي إلى تقديم مؤشرات لتقييم أداء الشركة بصورة موضوعية ومن ثم إظهار قيمة الشركة في سوق الأوراق المالية لقيم اقرب للقيمة العادلة، لذلك سوف تكون مشكلة البحث متمثلة بالتساؤل التالي :

(هل هناك امكانية لتخفيض فجوة التوقعات بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم العادي في ظل اليات حوكمة الشركات ؟)

ثانياً : فرضية البحث :

تتمثل البحث بفرضيه مفادها: "إن تنفيذ آليات حوكمة الشركات تساهم في تخفيض فجوة التوقعات بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم العادي "

ثالثاً: أهمية البحث :

تكمن أهمية البحث في أنه يعالج موضوعاً من المواضيع الحديثة والمعاصرة، فتطبيق مفهوم حوكمة الشركات أصبح له صدق واسع لدى كثير من الباحثين في العديد من التخصصات وتكمن أهمية تطبيق الحوكمة بأنها تساهم في تعظيم قيمة الشركة وينعكس ذلك على أسعار أسهمها، وإظهارها بالقيمة العادلة .

رابعاً: هدف البحث :

يهدف البحث إلى توضيح مفهوم حوكمة الشركات، وكذلك يهدف البحث لتحقيق النتائج والغايات الآتية:

1. التعرف على مفهوم حوكمة الشركات واليات تطبيقها .
2. التعرف على مفهوم القيمة العادلة وطرق قياسها .
3. معرفة الأثر الذي تخلقه آليات حوكمة الشركات في تخفيض فجوة التوقعات بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم العادي .

خامساً: مجتمع وعينة البحث :

يتكون مجتمع البحث من عينة من الشركات العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغ عددها (33) من أصل (39)، وكانت نسبة عينة البحث بنسبة 82.5%.

سادساً : حدود البحث :

لكون الباحث قد سلط الضوء على الشركات العراقية - قطاع خاص لذلك يكون حدود البحث المكانية في البيئة العراقية من خلال اختيار عينة من الشركات الصناعية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، أما حدود البحث الزمانية فيتحدد في سنة 2012 بسبب تمكن الباحث من الحصول على المعلومات الضرورية لإجراء البحث عن تلك السنة.

سابعاً: محددات البحث:

من المحددات التي واجهت البحث هو عدم توفر البيانات اللازمة لبعض الشركات لقياس متغيرات آليات حوكمة الشركات، إذ لم تتوفر تلك البيانات لا في التقارير المالية المنشورة للشركات العراقية الخاصة ولا في تقارير سوق العراق للأوراق المالية مما دفع الباحث إلى اختيار 33 شركة من أصل 39 مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وكذلك عدم اختبار بعض متغيرات الحوكمة إحصائياً لأنها آليات معطلة في الشركات عينة البحث .

المبحث الثاني - القيمة العادلة وفجوة التوقعات

أولاً: مفهوم القيمة وأنواعها:

إذ إن القيمة تعرف " بأنها عبارة عن مبلغ معبر عنه بوحدة النقد يدفع مقابل أصل الحث في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل (حماد، 2008 :11). وتتضمن القيم الخاصة بالأسهم العادية سبعة أنواع رئيسية وهي الاسمية والسوقية والدفترية والحقيقية والبديلة والتصفوية والعادلة، وبقدر تعلق موضوع البحث فانه سيتم التطرق إلى القيمة السوقية والقيمة العادلة وكالاتي:

1. القيمة السوقية: هي السعر الذي يمكن إن يباع في السوق المالي، اما بالنسبة إلى السهم العادي فان سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو اقل من القيمة الدفترية للسهم وذلك حسب ما تحققه الشركة من أرباح (Khan & Jain, 2004:4).

وعرفت القيمة السوقية من قبل الشنطي وشقر بانها " السعر الذي يتم التعامل في سوق الاوراق المالية، والتي لا تتسم بالثبات بل بالتقلب من وقت الى اخر، وتحدد القيمة السوقية للسهم في ضوء الظروف الاقتصادية العامة واداء الشركة المتوقع" (الشنطي وشقر، 2007 :69) .

2. القيمة العادلة: هي القيمة التي يمكن بموجبها تبادل الأداة المالية في المعاملات الجارية بين الأطراف الراغبة وذلك على نحو مختلف في حالة البيع الجبري أو التصفية (حماد، 2003 :13).

ثانياً: مفهوم القيمة العادلة:

إذ يعد مفهوم القيمة العادلة أحد المفاهيم التي تضمنتها مدرسة القيمة الجارية في القياس المحاسبي، والتي ظهرت من أجل مواجهة القصور في التكلفة التاريخية بشكل كبير، فإن الإصدارات الرسمية والمذكرات المعروضة للمناقشة الصادرة من مجلس معايير المحاسبة المالية يشير إلى التوجه في توفير المزيد من المعلومات عن القيمة الجارية . (Jack & others, 2010:85) . وعرفت القيمة العادلة من قبل معايير الإبلاغ المالي الدولية على إنها "القيمة التي بموجبها يتم تبادل أصل أو تسوية التزام أطراف راغبة ومطلعة في التعامل على أساس تجاري بحت" (Kiso & Weygandt, 2011:510) . في حين عرف معيار المحاسبة الأمريكي 107 القيمة العادلة على أنها "قيمة تبادل الأصل في عملية تبادلية حقيقية بين أطراف راغبة في التعامل دون إن تكون هذه العملية في حالات التصفية أو البيع الجبري" (Barth & others, 2001 :77) . بينما عرفت القيمة العادلة في ظل معايير المحاسبة الدولية على إنها "المبلغ الذي يمكن أن يتبادل به أصل ما بين مشتري وبائع يتوافر لدى كل منهما الدراية والرغبة في إتمام الصفقة. (Nelson, 2007:2). هذا وقد أصدر مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) المعيار رقم (157)، إذ عرف المعيار القيمة العادلة بأنها ذلك السعر الذي يتسلمه البائع عند بيع أحد الأصول أو يدفعه عند تحويله لأحد الالتزامات في عملية منتظمة بين شركاء السوق في تاريخ القياس (2: 2007, FASB) . والقيمة العادلة طبقاً لتعريف المعيار لا تشمل القيمة السوقية وليست مقصورة على المواقف الخاصة باستفسارات السوق الحالية وغير المتاحة، فالتعريف يركز على السعر الذي يُستلم نظير بيع أصل أو السعر الذي سيُدفع نظير تحويل التزام وليس السعر الذي يجب سداؤه للاستحواذ على الأصل أو المستلم نظير التزام مفترض. (صالح، 2009: 23) . وذكر معيار المحاسبة المالية الأمريكي (SAF5133) والمتعلق بالمحاسبة عن الأدوات المشتقة تعريفاً للقيمة العادلة "بأنها السعر السوقي للأداة المشتقة محل البحث" واعتبرت السعر السوقي المحدد هو أفضل مقياس (Ittoop and Kawaller, 1999:74). هذا وقد بين المعيار المحاسبي رقم 40 (الممتلكات الاستثمارية) تفاصيل مكونات القيمة العادلة وهي كالآتي (دبابنه، 2009 : 29-30):

1. تتحدد القيمة العادلة بتاريخ معين .

2. يؤكد تعريف القيمة العادلة على مشتري راغب وبائع راغب وأطراف مطلعة وهي كالآتي:

- أ. المشتري الراغب: هو المشتري المحفز على الشراء وليس المجر عليه أو المفرط في الرغبة في الشراء بأي سعر ويقوم هذا المشتري بالشراء وفقاً لحقائق السوق الحالية وضمن توقعاته في هذا السوق .
- ب. البائع الراغب: هو البائع غير المجر على البيع أو المفرط في الرغبة للبيع بأي سعر، فهو بائع محفز لبيع ممتلكاته الاستثمارية بأفضل سعر يمكن الحصول عليه في السوق المفتوح .
- جـ. الأطراف المطلعة: تعني إن كلاً من المشتري الراغب والبائع الراغب على علم ودراية كافية بطبيعة ومواصفات الممتلكات الاستثمارية واستخداماتها الفعلية والمتوقعة وحالة السوق بتاريخ الميزانية العمومية .

ثالثاً: أهداف تطبيق القيمة العادلة :

تهدف القيمة العادلة إلى إظهار بنود الحسابات المختلفة بالقيمة الأقرب إلى الواقع في تاريخ إعداد الميزانية العمومية، بحيث يعترف بالدخل بعد الحفاظ على القوة الشرائية العامة لحقوق المساهمين في الوحدة الاقتصادية أو بعد الحفاظ على الطاقة التشغيلية للمنشأة، فهو يبني على أساس إن الوحدة الاقتصادية مستمرة في أعمالها لأجل

غير محدود وبالتالي فالقيمة العادلة لا تمثل المبلغ الذي تستلمه أو تدفعه الوحدة الاقتصادية في عملية إجبارية أو تصفية غير اختيارية أو مضطرة إلى للبيع، وعليه فإن قيام الوحدة الاقتصادية بتطبيق محاسبة القيمة العادلة ومعرفة القيمة الحقيقية للوحدة يعود إلى عدة أسباب أهمها (يونس، 2011: 27):

1. اتخاذ قرارات استثمارية وتجارية رشيدة متعلقة ببيع أو شراء الاستثمارات (الاختيار بين البدائل) وقرارات الاندماج التي تتم بين الوحدات أو قرارات الشراء لوحدة ما بحيث تكون مبنية على معلومات مالية ذات موثوقية عالية .
2. التخطيط لأعمال الوحدة وإظهار القيمة الحالية لكل من حملة الأسهم والمقرضين والمستثمرين .

رابعاً: طرائق قياس القيمة العادلة:

يعتمد تقدير القيمة العادلة على مبدئين أساسيين هما (حماد، 2003: 16-17):

1. إذا كان هناك سوق نشط فتؤخذ القيمة العادلة من السوق النشط ولا تؤخذ من غيره .
 2. عند عدم وجود سوق نشط فيتم تقدير القيمة العادلة بأفضل الأساليب المتاحة في ظل الظروف القائمة.
- وهناك طرق لقياس القيمة العادلة متعددة ومحدده من قبل كل من مجلس معايير المحاسبة الدولية ومجلس معايير المحاسبة المالية لكن لا يمكن اعتماد تلك الطرق لان سوق العراق للأوراق المالية لا يملك شروط السوق الكفاء، إذ يرى الباحث أن اعتماد نماذج تقييم الأسهم العادية لقياس القيمة العادلة وذلك لإمكانية تطبيق تلك النماذج بسهولة في البيئة العراقية وبالتحديد الشركات عينة البحث وهذه النماذج كالآتي .

1. نموذج خصم مقسوم الأرباح النقدي Dividend Discount Models :

يدعى هذا النموذج بنموذج Gordon والذي يفترض عند تقدير القيمة العادلة للسهم، أن القيمة العادلة دالة للقيمة المخصومة لمقسوم الأرباح النقدي المتوقع في المستقبل التي يتم خصمها بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر لتعويض حالات عدم التأكد لتلك التوزيعات النقدية (الميداني، 2004: 672) وعلى وفق الصيغة الآتية:

$$P_0 = \sum \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

إذ أن : P_0 : القيمة العادلة للسهم (القيمة الحقيقية للسهم)، D_t : مقسوم الأرباح المستقبلي للفترة (t)

K : معدل العائد المطلوب (معدل خصم)

2. نموذج مضاعف الربحية (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) P / Ratio M E :

تعد نسبة سعر السهم إلى ربحيته من المؤشرات المهمة في الأسواق المالية لغرض تقييم الاستثمار بالأسهم العادية. محتوى هذه النسبة تعبر عن عدد المرات التي يستلم بها المستثمر الربح لتبرير السعر الموضوع للسهم. بعبارة أخرى السعر الذي يرغب المستثمر دفعه في شراء دينار واحد من ربحية السهم التي تحسب من قسمة سعر آخر إغلاق للسهم في السوق المالي على ربحية السهم، وبناءً على ما سبق فإن القيمة العادلة للسهم تحدد من خلال مضاعف السعر إلى ربحيته والمطور من قبل وليمس وفايندلي، إذ يتم توضيح هذا النموذج من خلال المعادلة الآتية (المشهداني، 1995 : 47):

$$v = \sum_{t=0}^n \frac{(m) (en)}{(1+k)^n}$$

إذ أن :

m: مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته, e: ربحية السهم العادي, K: معدل العائد المطلوب
V: القيمة العادلة

وان معدل العائد المطلوب هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار (علوان والزعلوك, 2005 : 6).
ويقال معدل العائد المطلوب وفق المعادلة التالية:

$$K = R_{fr} + \beta(R_{mt} + R_{fr})$$

إذ أن: R_{fr} : العائد الخالي من المخاطرة, R_{mt}: العائد على السوق, β: معامل بيتا, K: معدل العائد المطلوب
وان المعدل الخالي من المخاطرة هو سعر الفائدة على السندات التي تصدرها الحكومة (حطاب, 2007 : 16)
إذ يقاس المعدل الخالي من المخاطرة وفق المعادلة الآتية:

$$R_{mt} = \frac{\text{Min } t \text{ Min }_{t-1}}{\text{Min }_{t-1}}$$

إذ أن: Min t: مؤشر السوق الحالي, Min_{t-1}: مؤشر السوق السابق (Chaney & Philipich, 2002: 1221)
وان معامل بيتا هو المقياس الإحصائي للمخاطر المنتظمة في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
(علوان والزعلوك, 2005 : 5) . ويقاس معامل بيتا وفق المعادلة الآتية:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_s R_m)}{6^2 R_m}$$

إذ أن:

cov(R_s R_m) : التباين المشترك (معامل الارتباط بين العائدين × الانحراف المعياري لعائد الورقة × الانحراف المعياري لعائد السوق), R_s : عائد الورقة المالية, R_m : عائد السوق, 6² R_m : معامل التباين لعائد محفظة السوق (مجموع مربعات القيم عن اوساطها الحسابية مقسمة على عدد المشاهدات (الزبيدي, 2004 : 561).

3. نموذج تقييم الأرباح Earnings Valuation Model

نموذج تقييم الأرباح هو نموذج آخر لتقييم الأسهم العادية وذلك على أساس ربحيته, إذ تحتسب أرباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المتحققة على عدد الأسهم المصدرة . فان تقييم السهم على أساس هذا النموذج يعني الموافقة مع الفكرة التي قدمها المعارضون وهي إن الأرباح المتحققة من حق أصحاب الأسهم, فلا بد أن يكون تقييم السهم على أساس ربحيته المستقبلية وليس توزيعاته, ومن خلال المعادلة التالية نعرض فكرة Modikiani & Miller للتعبير عن نموذج تقييم السهم العادي بالاستناد إلى الأرباح :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - It}{(1+k)^t}$$

إذ أن E_t : ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة t من الاستثمارات الجديدة، I_t : الأرباح المحتفظ بها (المحتجزة) في الفترة t لاستثمارات الوحدة المستقبلية

4. نموذج التدفق النقدي Cash Flow Model:

يقوم هذا النموذج على أساس إن الثروة المتأتية من أصل تتجسد في التدفقات النقدية المتأتية من هذا الأصل، إذ يلجأ الكثير من المحللين الماليين للتدفقات النقدية على إنها تتمثل في التكاليف غير النقدية (كمخصص الاندثار ومخصص الديون المشكوك فيها) وصافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم . ويظهر نموذج تقييم السهم العادي على أساس التدفقات النقدية من خلال المعادلة التالية :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+k)^t}$$

C_t : الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة (عبيدات، 2008 : 65).

بعد توضيح ماهية طرق التقييم الخاصة بالأسهم العادية وكيفية احتسابها، سيقوم الباحث في هذا البحث باستخدام نموذج مضاعف الربحية لأنه يعد أفضل النماذج استخداماً من بين النماذج السابقة في حساب القيمة العادلة للأسهم العادية وذلك لسهولة تطبيقها وقلة البيانات المطلوبة في إيجاد القيمة العادلة للسهم العادي، بالإضافة إلى ذلك تعد هذه الطريقة هي الطريقة الوحيدة التي يمكن قياس القيمة العادلة في الشركات عينة البحث .

خامساً: مفهوم فجوة التوقعات:

تعرف فجوة التوقعات من قبل Lee "بأنها التباين بين ما هو متوقع أن يتحقق وبين الأداء الفعلي لهم إذ ترتبط تلك بالأداء الفعلي للأعمال" (Lee, 1994: 24) . وكذلك عرفت فجوة التوقعات بأنها "الفارق الجوهرى بين ما يتوقعه المجتمع من عملية المراجعة وما تقدمه مهنة المراجعة فعلاً للمجتمع" (Chandler & Edward, 1996: 57).

المبحث الثالث - حوكمة الشركات والياتها

أولاً: مفهوم حوكمة الشركات:

الحوكمة كفكرة ومعنى هي عبارة عن مصطلح تم البد في استخدامه مع بداية عقد التسعينات من القرن الماضي، إذ تزايد تداوله بشكل واسع في السنوات الأخيرة وفي الأدبيات الاقتصادية والسياسية والفكرية وأصبح شائع الاستخدام ولاسيما بين المهتمين بنشاط قطاع المال والأعمال على المستوى الوظيفي والعالمي (باطويح، 2011: 63).

وان لحوكمة الشركات عدة تعاريف تختلف باختلاف اهتمامات وتخصصات الكتاب والباحثين وقد عرفها البعض بأنها " النظام الذي يتم من خلاله توجيه وإدارة ومراقبة الشركة على أعلى مستوى من اجل تحقيق أهدافها والوفاء

بالتزاماتها" (7: 2007, Alamgir). وعرفت الحوكمة من قبل Ronald على إنها " مجموعة من القوانين والنظم التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء من خلال اختيار الأساليب المناسبة لتحقيق أهداف وخطط الشركة" (21: 2000, Ronald). ويمكن للباحث أن يعرف الحوكمة بأنها "نظام يتم من خلاله تحديد كافة الحقوق والمسؤوليات بين كل الأطراف المعنية بها مثل مجلس الإدارة والإدارة والمساهمين, وكذلك تحديد القواعد والإجراءات الكفيلة باتخاذ القرارات المتعلقة بشؤون الشركة ووسائل تحقيقها واليات الرقابة عليها".

ثانياً: أهداف ومزايا حوكمة الشركات

تتمتع حوكمة الشركات بعدد من المزايا والأهداف التي يؤكد عليها Millstein وهي (1066-1057: 1999, Millstein):

1. تحسين القدرة التنافسية للشركة وزيادة قيمتها
2. فرض الرقابة الفعالة على أداء الشركة وتدعيم المسائلة المحاسبية
3. ضمان مراجعة الأداء التشغيلي والنقدي للشركة
4. تقويم أداء الإدارة العليا وتعزيز المسائلة ورفع درجة الثقة بها
5. تعميق ثقافة الالتزام بالقوانين والمبادئ والمعايير المتفق عليها
6. تعظيم أرباح الشركة
7. زيادة ثقة المستثمرين في أسواق المال
8. الحصول على التمويل المناسب والتنبؤ بالمخاطر المتوقعة
9. تحقيق العدالة والشفافية ومحاربة الفساد
10. مراعاة مصالح الأطراف المختلفة وتفعيل التواصل معهم .

ثالثاً: آليات حوكمة الشركات:

يمكن تعريف آليات الحوكمة بأنها "مجموعة الممارسات التي تضمن للشركة السيطرة على متغيرات بيئتها الداخلية والتكيف مع متغيرات بيئتها الخارجية بإفصاح عال وشفافية واضحة لتحقيق مطالب المصالح كافة (صالح, 2006: 128). وهناك نوعين من آليات حوكمة الشركات وهي الآليات الداخلية والآليات الخارجية, وهذه الآليات تتمثل بخمس أمور وهي حماية حقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لجميع المساهمين وضمان دور أصحاب المصالح, والشفافية والإفصاح ومسؤوليات مجلس الإدارة, وان الآليات الداخلية تتمثل بالآتي:

1. آلية مجلس الإدارة واللجان التابعة لها : يتكون مجلس الإدارة من مجموعة من الأفراد المنتخبين من قبل حملة الأسهم في الشركة تكمن مسؤوليتهم الأساس في العمل لمصلحة حملة الأسهم من خلال مراقبة أداء الإدارة التنفيذية فيها, وفضلاً عن تمثيله لحملة الأسهم فان مجلس الإدارة عليه تمثيل الآخرين من أصحاب المصلحة في الشركة (الفتلاوي, 2011: 113-114).

وان الناشطين في مجال الحوكمة يعدون مجلس الإدارة أحسن أداة لمراقبة سلوك الإدارة, إذ انه يحمي رأس المال المستثمر من قبل الإدارة وذلك من خلال صلاحياته القانونية من خلال تعيين وإعفاء ومكافأة الإدارة

العليا، وكذلك يقدم الحوافز المناسبة للإدارة ويراقب سلوكها ويقوم أدائها (زين الدين وجابر، 2012 : 13). وتتمثل لجان مجلس الإدارة بالاتي:

- أ. **لجنة التدقيق:** وتحدد مهامها في الإشراف على إعداد وتدقيق التقارير المالية فضلا عن دورها في دعم المدققين الداخليين والخارجيين والتأكيد على الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات، ويعتمد اختيار أعضاء لجنة التدقيق وعدد أعضائها على حجم الشركة فضلاً عن إن معايير الاختيار تختلف من شركة إلى أخرى لوجود علاقة مباشرة بين مهام لجنة التدقيق ومعايير اختيار أعضائها الأكثر تأهيلاً وخبرة (المنيف والحميد، 1998: 46)
- ب. **لجنة التعويضات والمكافآت:** وتحدد مهامها في تحديد الرواتب والمكافآت للإدارة العليا واتخاذ خطوات تعديل برامج المكافآت ووضع السياسات لإدارة البرامج ووضعها بموجب معايير خاصة بالأداء ويفضل أن يكون أعضاء اللجنة من الأعضاء غير التنفيذيين .
- ج. **لجنة الترشيحات والحوكمة:** وتتكون من أعضاء على الأقل ثلاثة منهم مستقلون وتحدد مهامها بترشيح المديرين التنفيذيين في الشركة ووضع المعايير اللازمة لاختيارهم والتأكيد على استقلالية مجلس الإدارة وكذلك تقوم بإنشاء الآليات الخاصة بالحوكمة (زين الدين وجابر، 2012 : 15).

2. **آلية تركيز الملكية:** وتحدد بعدد الأسهم التي يمتلكها حملة الأسهم وتعد من الآليات المهمة للسيطرة على القرارات الإدارية، وهناك نوعين من هياكل الملكية هما هياكل الملكية المركزة وهياكل الملكية المشتتة، هذا وتشير هياكل الملكية المركزة إلى تركيز الملكية لدى حملة الأسهم الذين يمتلكون 5% على اقل من الأسهم المصدرة من قبل الشركة، في حين تعد هياكل الملكية المشتتة الآلية البديلة لتركيز الملكية وتتمثل بوجود عدد كبير من المساهمين الذين يملكون نسب صغيرة من أسهم الشركة وبذلك لا يوجد دافع قوي لديهم لمراقبة أنشطة الشركة عن قرب (الفتلاوي، 2011: 112).

3. **آلية تعويضات المديرين التنفيذيين:** تهدف هذه الآلية إلى دمج مصالح المديرين والمالكين وتوحيدها من خلال الرواتب والعلاوات وتعويضات الحوافز طويلة الأجل ، وتعد هذه الآلية من الخطورة إذ إن مجلس الإدارة إذا ما أخفق في تحديد التعويض المناسب فإن الشركة ستعاني الكثير .

4. **آلية الإفصاح والشفافية:** إن لهذه الآلية أهمية كبيرة في تطبيق الحوكمة، إذ تتطلب الإفصاح عن جميع المعلومات المالية وغير المالية الخاصة بالشركة فضلاً عن إفصاح عن المعاملات المادية مع الأطراف ذوي العلاقة، شرط أن تكون هذه المعلومات ذات صلة بالظروف والقرارات والتصرفات القائمة في الشركة وإن تكون قابلة للفهم ويمكن عدّها وسيلة لتعزيز أنظمة الضبط الداخلي والمسائلة وحوكمة الشركات (الفتلاوي، 2011: 115) . وأما الآليات الخارجية فتتمثل بمايلي (زين الدين وجابر، 2012 : 17-18) :

1. **منافسة سوق المنتجات (الخدمات) وسوق العمل الإداري:** تعد منافسة سوق المنتجات (الخدمات) أحد آليات الحوكمة الخارجية، وذلك لأنها إذا لم تقم الإدارة بواجباتها بالشكل الصحيح فإنها سوف تفشل في منافسة الشركات التي تعمل في نفس حقل الصناعة، وبالتالي تتعرض للإفلاس .
2. **الاندماجات والاكستسابات:** مما لا شك إن الاندماجات والاكستسابات من الأدوات التقليدية لإعادة الهيكلة في قطاع الشركات في إنحاء العالم وتهدف إلى السيطرة على سلوك الإدارة بشكل فعال، لأن الاكستساب يعد آلية مهمة من آليات الحوكمة، وبدونه لا يمكن السيطرة على سلوك الإدارة بشكل فعال .
3. **التدقيق الخارجي:** يؤدي المدقق الخارجي دوراً مهماً في المساعدة على تحسين نوعية الكشوفات المالية، ولتحقيق ذلك ينبغي مناقشة لجنة التدقيق عن نوعية تلك الكشوفات، ومع تزايد التركيز على دور مجلس الإدارة، وعلى وجه الخصوص لجنة التدقيق في اختيار المدقق الخارجي والاستمرار في تكليفه وكذلك اختيار المدققين الأكفاء، إذ يساعد مدققو هذه الشركات على تحقيق المسائلة والنزاهة، ويغرسون الثقة بين أصحاب المصالح والمواطنين بشكل عام .
4. **التشريعات والقوانين:** غالباً ما تشكل وتؤثر هذه الآليات على التفاعلات التي تجري بين الفاعلين الذين يشتركون بشكل مباشر في عملية الحوكمة، ولقد أثرت بعض التشريعات على الفاعلين الأساسيين في عملية الحوكمة، ليس فيما يتصل بدورهم ووظائفهم في هذه العملية، بل على تحقيق تفاعلهم مع بعضهم .

رابعاً: متغيرات قياس حوكمة الشركات:

- إن أهم متغيرات قياس حوكمة الشركات والتي طرحتها هيئة الأوراق الصينية وهي (Bai, et al, 2004: 520-522):
1. **متغير اعلي الأسهم المملوكة:** يقاس هذا المتغير من خلال نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر مساهم في الشركة نسبة إلى إجمالي عدد الأسهم، وهذا يقيس أكبر منتفع من المساهمين في الشركة وأكثرهم قوة في مجلس الإدارة. وبهذا فإن اعلي نسبة من الأسهم المملوكة ترتبط بأقل مستوى من تطبيق الحوكمة وبأعلى دافع للممارسة كبار حملة الأسهم لأنشطة تسريب وإخفاء موارد الشركة .
 2. **متغير الأسهم المملوكة من قبل أكبر التنفيذيين:** وهذا المتغير يقيس نسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المديرين التنفيذيين في الشركة إلى إجمالي الأسهم، وإن هذا المتغير يعطي مؤشر بأعلى منافع للإدارة من خلال زيادة كفاءة التنفيذيين في ممارسة وظائفهم .
 3. **متغير الفصل بين وظيفية رئيس مجلس الإدارة ووظيفة المدير التنفيذي:** وهذا المتغير من المتغيرات المهمة وهي الفصل بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والتي لها دور في تحسين أداء الشركة وكذلك رفع مستوى الرقابة والمسائلة والتقليل من المخاطر الناشئة عن تركيز السلطة بيد شخص واحد (Belkhir 2005). إذ يقوم باختيار المديرين التنفيذيين والمدير التنفيذي الأعلى وتحديد رواتبهم وحوافزهم والرقابة على أدائهم، وإن مجلس الإدارة أيضاً يكون مسؤول عن ضمان صحة ومصداقية التقارير المالية المعدة من قبل الشركة وفقاً للمعايير المحاسبية (الفتلاوي، 2011: 119-120) ولإغراض التحليل الإحصائي ارتأى الباحث

أن يأخذ هذا المتغير قيمة 0 إذا كان المدير التنفيذي هو رئيس مجلس الإدارة، ويأخذ القيمة 1 إذا كان غير ذلك .

4. **متغير عدد الأعضاء المستقلين الخارجيين:** يعبر هذا المتغير عن نسبة الأعضاء المستقلين الخارجيين الذين لا يستلمون أي تعويضات من الشركة إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة، إذ إن كفاءة وفعالية مجلس الإدارة تزداد بزيادة عدد الأعضاء المستقلين الخارجيين الذي يكونون أكثر ميلاً لحماية مصالح حملة الأسهم حفاظاً على سمعتهم، كما إن مجلس الإدارة يحتاج إليهم لتعزيز استقلالية في ممارسة أنشطة الشركة (خضير، 2009: 20).

5. **متغير تركيز الملكية:** يقيس هذا المتغير الأسهم المملوكة من قبل اثنين من اكبر عشرة مساهمين بعد المساهم الأكبر الأول، ويقيس هذا المؤشر آلية السوق لرقابة الشركات (Zhang & Wang, 2006 : 11) . وحسب نموذج Bai, et al 2004 لقياس متغيرات الحوكمة، يتم اخذ مجموع نسبة مساهمين اثنين من عشر اكبر مساهمين عدا المساهم الأول (الفتلاوي، 2011: 121).

6. **متغير H-B share:** يبين هذا المتغير البيئة القانونية في توجيه حوكمة الشركات إذ يقيس الإطار القانوني لحماية أقلية حملة الأسهم، ويأخذ هذا المتغير القيمة 1 إذا كان في الشركة أسهم لمستثمرين أجانب .

7. **متغير الشركة القابضة:** ويأخذ هذا المتغير القيمة 1 إذا كانت الشركة تابعة ويأخذ القيمة 0 إذا كانت الشركة قابضة إذ تتعرض الشركات القابضة لضغوط كثيرة كالضغوط السياسية والرقابة الحكومية الزائدة (Watts & Zimmerman, 1990 :13)

8. **نسبة الملكية الإدارية:** وهو متغير يقيس إجمالي الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة والمدير التنفيذي إلى إجمالي عدد الأسهم التي تملكها الشركة، وتساعد ملكية أعضاء مجلس الإدارة في تخفيض تضارب المصالح بين الملاك والمديرين وكلما زادت ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة أدى إلى تحسين في إدارة الشركة .وفيما يتعلق بتخفيض فجوة التوقعات، فإن ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة من المتوقع إن تؤدي إلى تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة .

9. **الملكية المؤسسية:** ويأخذ هذا المتغير القيمة 1 إذا كان من ضمن أعضاء مجلس إدارة الشركة ممثلين عن شركة أخرى تمتلك أسهم في الشركة المعنية ويأخذ القيمة صفر إذا كان غير ذلك، إذ أن شراء حصص كبيرة من الشركات له دور كبير في رصد أداء الإدارة التنفيذية ومسائلتها .

10. **الملكية التبادلية:** ويأخذ هذا المتغير القيمة 1 إذا كان من ضمن أعضاء مجلس إدارة الشركة هو أيضا

عضو مجلس إدارة شركة أخرى في نفس الوقت ويأخذ القيمة صفر إذا كان غير ذلك (Mitani, 2010: 2-4)

11. **حجم مجلس الإدارة:** حددت المادة 104 من قانون الشركات العراقي رقم 21 لسنة 1997 عدد أعضاء مجلس الإدارة بما لا يقل عن خمسة ولا يزيد عن تسعة، أما المادة 17 من الباب الرابع من قانون المصارف العراقية الصادر بموجب الأمر 40 لسنة 2003 عن سلطة الائتلاف المؤقتة فقد حددت الحد الأدنى لأعضاء مجلس الإدارة بما لا يقل عن خمسة أعضاء ولم تتم الإشارة إلى الحد الأعلى .

12. لجنة التدقيق: ويأخذ هذا المتغير القيمة 1 إذا كان هناك لجنة للتدقيق في الشركة ويأخذ القيمة صفر إذا كان غير ذلك، إذ أن وجود لجنة التدقيق في الشركة له دور كبير في مساندة الإدارة العليا في أداء مسؤولياتها وزيادة موثوقية التقارير المالية المعدة من قبل الإدارة .

المبحث الرابع - حوكمة الشركات واثرها في تخفيض فجوة التوقعات

إن الشركات التي لديها نظام حوكمة جيد سوف تحقق عوائد اعلى على أسهمها على المدى الطويل ويترجم ذلك شكل تقويم اعلي لتلك الشركات، وللتعبير عن ذلك كمياً فان نموذج فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للشركة يكون من خلال المعادلة التالية: (حسانين, 2009 : 29)

$$Q_{it} = MA_{it} - vit$$

إذ أن: Q_{it} مؤشر يعبر عن فجوة التوقعات لسهم الشركة i للفترة t

MA_{it} مؤشر يعبر عن القيمة السوقية لسهم الشركة i للفترة t

vit مؤشر يعبر عن القيمة العادلة لسهم الشركة i للفترة t

وان آليات حوكمة الشركات لها اثر في زيادة قيمة الشركة وكذلك إن هذه الآليات التي ينبغي تطبيقها في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وعلى الشركات الإفصاح في تقاريرها المالية المرسلة للسوق عن هذه الآليات ومدى تطبيقها، وذلك لان تطبيق هذه الآليات سوف يجعل القيمة السوقية اقرب إلى القيمة العادلة وهذا ما يؤدي إلى تخفيض فجوة التوقعات بين القيمتين، بالإضافة إلى الإفصاح عن الأداء المالي للسهم المقاس بالقيمة العادلة للشركة في السوق، وبالتالي سوف يكون للمستثمر فجوة التوقعات بين القيمة السوقية والقيمة العادلة قليلة، لذلك فان تنفيذ آليات الحوكمة بشكلها الصحيح سوف يؤدي إلى خفض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة وهذا ما سوف ينتهجه الباحث في الجانب العملي، ويمكن التعبير عن أعلاه بالشكل التالي:

شكل رقم (1) العلاقة بين آليات الحوكمة وفجوة توقعات بين القيمة السوقية والقيمة العادلة

(حسانين, 2009 : 27 - وبتصرف)

المبحث الخامس - واقع فجوة التوقعات وتطبيق النموذج المقترح

اعتمد الجانب التطبيقي للبحث على القوائم المالية والتقارير السنوية المنشورة للشركات العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، بالإضافة إلى تقارير التداول الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية، إذ تم الاعتماد عليها في معرفة القيمة السوقية لأسهم المصارف، فضلاً عن تقارير البنك المركزي إذ تم الاستفادة منها في حساب معدلات الفائدة، ويتضمن الجانب التطبيقي للبحث الآتي:

أولاً: احتساب فجوة التوقعات عن القيمة العادلة:

إذ يتم احتساب فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للسهم الواحد وفق المعادلة التالية:

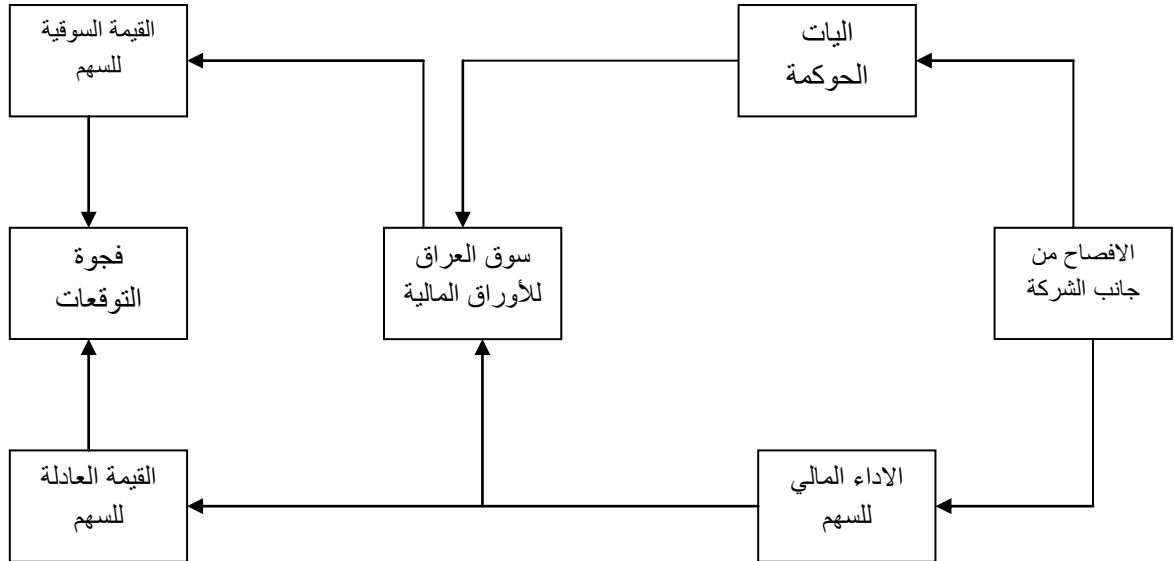
$$Q_{it} = MA_{it} - v_{it}$$

إذ Q_{it} تمثل فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للسهم العادي .

وقبل قياس فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للسهم العادي لابد من احتساب القيمة العادلة للسهم (v_{it})

والمعادلة الآتية توضح كيفية قياس القيمة العادلة للسهم الواحد :

$$v = \sum_{t=0}^n \frac{(m)(E_n)}{(1 + K)^n}$$



إذ أن $V =$ القيمة العادلة للسهم

ولكي يتم قياس القيمة العادلة للسهم الواحد ينبغي استخراج معطيات المعادلة أعلاه وحساب كل معطى بشكل خاص لكل سهم وكالاتي:

1. حساب مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته (m) يتم وفق المعادلة الآتية :

$$m=2 \frac{\text{قيمة السهم في السوق}}{\text{ربحية السهم في السوق}}$$

والجدول (2) يوضح كيفية احتساب مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته لعينة البحث:

جدول (2) احتساب مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته

ت	اسم الشركة	قيمة السهم في السوق	ربحية السهم في السوق	M
1	المصرف التجاري	1.27	0.1322	19.218
2	مصرف بغداد	1.8	0.1434	25.1
3	مصرف الشرق الأوسط	1.46	0.0161	180.82
4	مصرف الأهلي العراقي	0.84	0.1542	10.898
5	مصرف الائتمان العراقي	2.35	0.2295	20.482
6	مصرف دار السلام	3	0.1531	39.2
7	مصرف سومر	1.02	0.0077	263.31
8	مصرف بابل	0.78	0.0502	31.053
9	مصرف الاقتصاد للاستثمار	1.13	0.2645	8.5429
10	مصرف الخليج	1.09	0.2968	7.3439
11	مصرف الاتحاد العراقي	1.03	0.1794	11.486
12	مصرف الشمال	2.54	0.2709	18.753
13	مصرف كردستان الدولي	2.1	0.1135	37.007
14	مصرف آشور	0.93	0.1108	16.784
15	مصرف المنصور	1.23	0.0493	49.89
16	مصرف المتحد	1.83	0.2113	17.324
17	الأهلية للتأمين	0.91	0.0773	23.546
18	الحمراء للتأمين	1.71	0.5109	6.6937
19	الأمين للتأمين	1.05	0.1341	15.657
20	الخليج للتأمين	0.92	0.0095	194.4

21	الوئام للاستثمار	1.57	0.0178	176.04
22	الزوراء للاستثمار المالي	1.29	0.0073	355.2
23	الخير للاستثمار المالي	0.32	-0.05	-12.87
24	الأيام للاستثمار المالي	0.62	-0.009	-144.3
25	ما بين النهرين للاستثمار المالي	0.9	0.3299	5.4564
26	الخيمة للاستثمار المالي	1	0.0026	781.46
27	الباتك للاستثمارات المالية	0.9	0.0342	52.593
28	المعمورة للاستثمارات العقارية	3.85	0.0357	215.44
29	النخبة للمقاولات	1.68	0.2105	15.965
30	المنصور الدوائية	1.21	0.1301	18.597
31	بغداد للمشروبات الغازية	1.49	0.1279	23.295
32	فنادق كربلاء	2.5	-0.029	-173
33	الأهلية للإنتاج الزراعي	0.95	0.0146	129.91

2. احتساب ربحية السهم العادي في السوق ينبغي تطبيق المعادلة الآتية:

$$\text{صافي الربح} \div \text{عدد الاسهم} = \text{ربحية السهم في السوق}$$

والجدول (3) توضح كيفية احتساب ربحية السهم العادي في السوق وفق المعادلة أعلاه للشركات عينة البحث

جدول (3) احتساب ربحية السهم العادي في السوق

ت	اسم الشركة	صافي الربح	عدد الاسهم	ربحية السهم
1	المصرف التجاري	13,216,647,101	100,000,000,000	0.1322
2	مصرف بغداد	25,099,377,000	175,000,000,000	0.1434
3	مصرف الشرق الأوسط	2,422,285,942	150,000,000,000	0.0161
4	مصرف الأهلي العراقي	15,415,475,000	100,000,000,000	0.1542
5	مصرف الائتمان العراقي	22,946,962,000	100,000,000,000	0.2295
6	مصرف دار السلام	16,193,855,610	105,800,000,000	0.1531
7	مصرف سومر	1,169,860,000	151,000,000,000	0.0077
8	مصرف بابل	5,023,724,663	100,000,000,000	0.0502
9	مصرف الاقتصاد للاستثمار	26,454,790,193	100,000,000,000	0.2645
10	مصرف الخليج	30,856,990,864	103,950,000,000	0.2968
11	مصرف الاتحاد العراقي	17,935,028,047	100,000,000,000	0.1794
12	مصرف الشمال	56,887,515,000	210,000,000,000	0.2709
13	مصرف كردستان الدولي	34,047,355,225	300,000,000,000	0.1135
14	مصرف آشور	16,622,635,580	150,000,000,000	0.1108
15	مصرف المنصور	11,636,696,625	236,000,000,000	0.0493
16	مصرف المتحد	52,818,322,000	250,000,000,000	0.2113
17	الأهلية للتأمين	193,237,009	2,500,000,000	0.0773
18	الحمرات للتأمين	1,021,863,922	2,000,000,000	0.5109
19	الأمين للتأمين	268,248,668	2,000,000,000	0.1341
20	الخليج للتأمين	18,929,789	2,000,000,000	0.0095

0.0178	2,000,000,000	35,672,758	الونام للاستثمار	21
0.0073	1,000,000,000	7,263,596	الزوراء للاستثمار المالي	22
-0.05	7000000000	-348,043,703	الخير للاستثمار المالي	23
-0.009	400000000	-3,437,376	الأيام للاستثمار المالي	24
0.3299	1000000000	329890630	ما بين النهرين للاستثمار المالي	25
0.0026	400000000	1023725	الخيمة للاستثمار المالي	26
0.0342	1000000000	34224803	الباتك للاستثمارات المالية	27
0.0357	11726550000	419116936	المعمورة للاستثمارات العقارية	28
0.2105	2000000000	420925601	النخبة للمقاولات	29
0.1301	3234633675	420925601	المنصور الدوائية	30
0.1279	133000000000	17013898011	بغداد للمشروبات الغازية	31
-0.029	1620000000	-46816978	فنادق كربلاء	32
0.0146	575000000	8,409,912	الأهلية للإنتاج الزراعي	33

3. احتساب معدل العائد المطلوب (K) وفق المعادلة الآتية:

معدل العائد المطلوب (K) = المعدل الخالي من المخاطرة + بيتا (معدل العائد على السوق - المعدل الخالي من المخاطرة)

إذ إن المعدل الخالي من المخاطرة هو معدل الفائدة على سندات الخزينة الحكومية، وبسبب عدم توفر تلك السندات في العراق، فقد تم استخدام معدل الفائدة المحتسب على حساب التوفير في المصارف الحكومية لعينة البحث والذي كان يبلغ (0.04) وحسب ما ورد في التقارير السنوية المنشورة من قبل البنك المركزي العراقي . وكذلك تم احتساب معدل العائد على السوق (Rmt) وفق المعادلة الآتية:

$$Rmt = \frac{MINT - MINT_1}{MINT_1}$$

إذ أن MINT تمثل مؤشر السوق في السنة الحالية، MINT₋₁ تمثل مؤشر السوق في السنة السابقة إذ يمكن احتساب معدل العائد على السوق بتطبيق المعادلة أعلاه لعينة البحث وحسب الجدول (4)

جدول (4) احتساب معدل العائد على السوق

Mint	Mint-1	(Mint- Mint-1)	معدل عائد على السوق Rmt
125.02	136.03	-11.01	-0.081

◆ : صافي الربح = الفائض القابل للتوزيع - مخصص الضريبة

وفيما يخص معامل بيتا الذي هو حاصل ضرب علاقة الارتباط بين عائد السهم ومعدل عائد السوق مع الانحراف المعياري لعائد الأسهم مع الانحراف المعياري لمعدل عائد السوق مقسوم على مربع الانحراف المعياري لمعدل عائد السوق للمصارف عينة البحث وخلال السنوات المختارة عينة البحث والمعادلة الآتية توضح ذلك :

معامل بيتا = الارتباط بين عائد السهم ومعدل عائد السوق $\times$ الانحراف المعياري لعائد الأسهم $\times$ الانحراف المعياري لمعدل عائد السوق / مربع الانحراف المعياري لمعدل عائد السوق , اذ لابد من استخراج عائد السهم = القيمة السوقية للسهم للسنة الحالية - القيمة السوقية للسهم للسنة السابقة وحسب الجدول (5)

جدول (5) احتساب عائد السهم لعينة البحث

ت	اسم الشركة	القيمة السوقية للسنة 2012	القيمة السوقية للسنة 2011	عائد السهم
1	المصرف التجاري	1.27	1.27	0
2	مصرف بغداد	1.8	3.48	-0.4827586
3	مصرف الشرق الأوسط	1.46	1.92	-0.2395833
4	مصرف الأهلي العراقي	0.84	0.85	-0.0117647
5	مصرف الائتمان العراقي	2.35	3.6	-0.3472222
6	مصرف دار السلام	3	4.25	-0.2941176
7	مصرف سومر	1.02	0.82	0.2439024
8	مصرف بابل	0.78	0.81	-0.037037
9	مصرف الاقتصاد للاستثمار	1.13	1.49	-0.2416107
10	مصرف الخليج	1.09	1.01	0.0792079
11	مصرف الاتحاد العراقي	1.03	1.05	-0.0190476
12	مصرف الشمال	2.54	2.01	0.2636816
13	مصرف كردستان الدولي	2.1	2.5	-0.16
14	مصرف آشور	0.93	0.99	-0.0606061
15	مصرف المنصور	1.23	1.29	-0.0465116
16	مصرف المتحد	1.83	2.69	-0.3197026
17	الأهلية للتأمين	0.91	0.89	0.0224719
18	الحمراء للتأمين	1.71	2.2	-0.2227273
19	الأمين للتأمين	1.05	1.22	-0.1393443
20	الخليج للتأمين	0.92	0.74	0.2432432

21	الونام للاستثمار	1.57	1.6	-0.01875
22	الزوراء للاستثمار المالي	1.29	1.15	0.1217391
23	الخير للاستثمار المالي	0.32	0.56	-0.4285714
24	الأيام للاستثمار المالي	0.62	0.81	-0.2345679
25	ما بين النهرين للاستثمار المالي	0.9	0.86	0.0465116
26	الخيمة للاستثمار المالي	1	0.95	0.0526316
27	الباتك للاستثمارات المالية	0.9	0.9	0
28	المعمورة للاستثمارات العقارية	3.85	3.29	0.1702128
29	النخبة للمقاولات	1.68	2.9	-0.4206897
30	المنصور الدوائية	1.21	2.82	-0.570922
31	بغداد للمشروبات الغازية	1.49	1.54	-0.0324675
32	فنادق كربلاء	2.5	4.75	-0.4736842
33	الأهلية للإنتاج الزراعي	0.95	0.84	0.1309524

وهنا ناتي الى احتساب معامل بيتا وحسب الجدول (6)

الجدول (6) احتساب لمعامل بيتا لعينة البحث

الارتباط بين عائد السهم ومعدل عائد السوق	الانحراف المعياري لعائد الأسهم	الانحراف المعياري لمعدل عائد السوق	مربع الانحراف المعياري لمعدل عائد السوق	معامل بيتا
-6.65492E-17	0.225885377	7.04648E-17	4.96529E-33	-0.2133333

وان معدل العائد المطلوب k يمكن حسابه من خلال الجدول (7) :

الجدول (7) احتساب معدل العائد المطلوب k

معدل العائد الخالي من المخاطرة	معامل بيتا (معدل العائد على السوق - معدل العائد الخالي من المخاطرة)	معدل العائد المطلوب
0.04	-0.2133333 (-0.081-0.04)	0.06580011

وبعد إن تم احتساب كافة معطيات معادلة القيمة العادلة التي مرت علينا سابقا أصبح بالإمكان احتساب القيمة العادلة للسهم الواحد لعينة البحث والتي ستوضح في الجدول (8) :

جدول (8) احتساب القيمة العادلة للسهم الواحد لعينة البحث

ت	اسم الشركة	القيمة العادلة للسهم الواحد	ت	اسم الشركة	القيمة العادلة للسهم الواحد
1	المصرف التجاري	2.3831861	18	الحمراء للتأمين	3.4858001
2	مصرف بغداد	3.6658001	19	الأمين للتأمين	2.1658001
3	مصرف الشرق الأوسط	2.9858001	20	الخليج للتأمين	1.9058001

4	مصرف الأهلي العراقي	1.7458001	21	الونام للاستثمار	3.2058001
5	مصرف الائتمان العراقي	4.7658001	22	الزوراء للاستثمار المالي	2.6458001
6	مصرف دار السلام	6.0658001	23	الخير للاستثمار المالي	0.7058001
7	مصرف سومر	2.1058001	24	الأيام للاستثمار المالي	1.3058001
8	مصرف بابل	1.6258001	25	ما بين النهرين للاستثمار المالي	1.8658001
9	مصرف الاقتصاد للاستثمار	2.3258001	26	الخيمة للاستثمار المالي	2.0658001
10	مصرف الخليج	2.2458001	27	الباتك للاستثمارات المالية	1.8658001
11	مصرف الاتحاد العراقي	2.1258001	28	المعمورة للاستثمارات العقارية	7.7658001
12	مصرف الشمال	5.1458001	29	النخبة للمقاولات	3.4258001
13	مصرف كردستان الدولي	4.2658001	30	المنصور الدوائية	2.4858001
14	مصرف آشور	1.9258001	31	بغداد للمشروبات الغازية	3.0458001
15	مصرف المنصور	2.5258001	32	فنادق كربلاء	5.0658001
16	مصرف المتحد	3.7258001	33	الأهلية للإنتاج الزراعي	1.9658001
17	الأهلية للتأمين	1.8858001			

وبعد إن تم احتساب معطيات فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للسهم، ناتي الآن لاحتساب فجوة التوقعات عن القيمة العادلة وحسب الجدول رقم (9):

جدول (9) احتساب فجوة التوقعات عن القيمة العادلة

ت	اسم الشركة	القيمة السوقية للسهم	القيمة العادلة للسهم	فجوة التوقعات عن القيمة العادلة
1	المصرف التجاري	1.27	2.3831861	-1.113186087
2	مصرف بغداد	1.8	3.6658001	-1.865800113
3	مصرف الشرق الأوسط	1.46	2.9858001	-1.525800113
4	مصرف الأهلي العراقي	0.84	1.7458001	-0.905800113
5	مصرف الائتمان العراقي	2.35	4.7658001	-2.415800113
6	مصرف دار السلام	3	6.0658001	-3.065800113
7	مصرف سومر	1.02	2.1058001	-1.085800113
8	مصرف بابل	0.78	1.6258001	-0.845800113
9	مصرف الاقتصاد للاستثمار	1.13	2.3258001	-1.195800113
10	مصرف الخليج	1.09	2.2458001	-1.155800113
11	مصرف الاتحاد العراقي	1.03	2.1258001	-1.095800113
12	مصرف الشمال	2.54	5.1458001	-2.605800113
13	مصرف كردستان الدولي	2.1	4.2658001	-2.165800113
14	مصرف آشور	0.93	1.9258001	-0.995800113
15	مصرف المنصور	1.23	2.5258001	-1.295800113
16	مصرف المتحد	1.83	3.7258001	-1.895800113
17	الأهلية للتأمين	0.91	1.8858001	-0.975800113

18	الحمراء للتأمين	1.71	3.4858001	-1.775800113
19	الأمين للتأمين	1.05	2.1658001	-1.115800113
20	الخليج للتأمين	0.92	1.9058001	-0.985800113
21	الونام للاستثمار	1.57	3.2058001	-1.635800113
22	الزوراء للاستثمار المالي	1.29	2.6458001	-1.355800113
23	الخير للاستثمار المالي	0.32	0.7058001	-0.385800113
24	الأيام للاستثمار المالي	0.62	1.3058001	-0.685800113
25	ما بين النهرين للاستثمار المالي	0.9	1.8658001	-0.965800113
26	الخيمة للاستثمار المالي	1	2.0658001	-1.065800113
27	الباتك للاستثمارات المالية	0.9	1.8658001	-0.965800113
28	المعمورة للاستثمارات العقارية	3.85	7.7658001	-3.915800113
29	النخبة للمقاولات	1.68	3.4258001	-1.745800113
30	المنصور الدوائية	1.21	2.4858001	-1.275800113
31	بغداد للمشروبات الغازية	1.49	3.0458001	-1.555800113
32	فنادق كربلاء	2.5	5.0658001	-2.565800113
33	الأهلية للإنتاج الزراعي	0.95	1.9658001	-1.015800113

ثانياً: قياس متغيرات آليات حوكمة الشركات:

تم تصنيف آليات حوكمة الشركات إلى عدة متغيرات والتي تم ذكرها في الجانب النظري والتي تم قياس البعض منها احصائياً والبعض الآخر رياضياً وهي كالآتي:

1. نسبة أسهم أكبر المساهمين : ويتم قياسها بقسمة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين على عدد الأسهم الكلية وحسب الجدول (10) الآتي:

جدول (10) احتساب نسبة أسهم أكبر المساهمين

ت	اسم الشركة	الأسهم المملوكة من قبل أكبر مساهم	إجمالي عدد الأسهم	نسبة أسهم أكبر المساهمين
1	المصرف التجاري	54714149212	100000000000	0.547141492
2	مصرف بغداد	90634906653	175000000000	0.517913752
3	مصرف الشرق الأوسط	11523149631	150000000000	0.0768209975
4	مصرف الأهلي العراقي	72408995602	100000000000	0.724089956
5	مصرف الائتمان العراقي	81000000000	100000000000	0.81
6	مصرف دار السلام	74165800000	105800000000	0.701
7	مصرف سومر	11599796181	151000000000	0.0768198423
8	مصرف بابل	100000000000	100000000000	0.1
9	مصرف الاقتصاد للاستثمار	99920000000	100000000000	0.09992
10	مصرف الخليج	11874699375	125000000000	0.094997595
11	مصرف الاتحاد العراقي	12985000000	100000000000	0.12985
12	مصرف الشمال	29790000000	210000000000	0.141857143
13	مصرف كردستان الدولي	29700000000	300000000000	0.099
14	مصرف آشور	12579134707	150000000000	0.083860898

0.507758323	236000000000	119830964164	مصرف المنصور	15
0.10	250000000000	250000000000	مصرف المتحد	16
0.105412926	25000000000	263532315	الأهلية للتأمين	17
0.29	20000000000	5800000000	الحمراء للتأمين	18
0.390840777	20000000000	781681554	الأمين للتأمين	19
0.10494219	20000000000	209884380	الخليج للتأمين	20
0.238828455	20000000000	477656910	الونام للاستثمار	21
0.154857581	11500000000	178086218	الزوراء للاستثمار المالي	22
0.0406432723	70000000000	284502906	الخير للاستثمار المالي	23
0.09978109	4000000000	39912436	الأيام للاستثمار المالي	24
0.051696494	10000000000	51696494	ما بين النهرين للاستثمار المالي	25
0.10	4000000000	400000000	الخيمة للاستثمار المالي	26
0.10	10000000000	1000000000	الباتك للاستثمارات المالية	27
0.222317666	11726550000	2607019224	المعمورة للاستثمارات العقارية	28
0.20	20000000000	4000000000	النخبة للمقاولات	29
0.120741399	3234633675	390554196	المنصور الدوائية	30
0.275699905	133000000000	36668087373	بغداد للمشروبات الغازية	31
0.10	16200000000	1620000000	فنادق كربلاء	32
0.116279805	5750000000	66860888	الأهلية للإنتاج الزراعي	33

2. نسبة أسهم أكبر التنفيذيين: ويقاس هذا المتغير بنسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المديرين التنفيذيين في الشركة إلى إجمالي الأسهم وحسب الجدول (11) الآتي:

جدول (11) احتساب نسبة أسهم أكبر التنفيذيين

ت	اسم الشركة	الأسهم المملوكة من قبل أكبر التنفيذيين	إجمالي عدد الأسهم	نسبة أسهم أكبر التنفيذيين
1	المصرف التجاري	100000	100000000000	0.000001
2	مصرف بغداد	524432	175000000000	0.00000299675428571429
3	مصرف الشرق الأوسط	7749681	150000000000	0.00005166454
4	مصرف الأهلي العراقي	60000	100000000000	0.0000006
5	مصرف الائتمان العراقي	200000	100000000000	0.0000002
6	مصرف دار السلام	17454370	105800000000	0.000164975
7	مصرف سومر	2112794	151000000000	0.0000139920132450331
8	مصرف بابل	98539202	100000000000	0.000985392
9	مصرف الاقتصاد للاستثمار	12000000	100000000000	0.00012
10	مصرف الخليج	0	125000000000	0
11	مصرف الاتحاد العراقي	6488000000	100000000000	0.06488
12	مصرف الشمال	2100000	210000000000	0.00001
13	مصرف كردستان الدولي	200000	300000000000	0.000000666666666666667
14	مصرف آشور	9861000	150000000000	0.00006574
15	مصرف المنصور	22013553	236000000000	0.0000932777669491525
16	مصرف المتحد	0	250000000000	0
17	الأهلية للتأمين	6100000	25000000000	0.00244

18	الحمراء للتأمين	387511524	2000000000	0.193755762
19	الأمين للتأمين	13179027	2000000000	0.006589514
20	الخليج للتأمين	4010000	2000000000	0.002005
21	الوثام للاستثمار	8000	2000000000	0.000004
22	الزوراء للاستثمار المالي	0	1150000000	0
23	الخير للاستثمار المالي	284502906	7000000000	0.040643272
24	الأيام للاستثمار المالي	33129858	4000000000	0.082824645
25	ما بين النهرين للاستثمار المالي	209000	1000000000	0.000209
26	الخيمة للاستثمار المالي	212628	4000000000	0.00053157
27	الباتك للاستثمارات المالية	1000000000	1000000000	0.1
28	المعمورة للاستثمارات العقارية	350000	11726550000	0.0000298468006361632
29	النخبة للمقاولات	0	2000000000	0
30	المنصور الدوائية	4540589	3234633675	0.001403741
31	بغداد للمشروبات الغازية	0	133000000000	0
32	فنادق كربلاء	20000	1620000000	0.0000123456790123457
33	الأهلية للإنتاج الزراعي	1895938	5750000000	0.003297283

3. نسبة الملكية الإدارية: ويقاس هذا المتغير بنسبة مجموع الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية إلى إجمالي عدد الأسهم، وحسب الجدول (12):

جدول (12) احتساب نسبة الملكية الإدارية

ت	اسم الشركة	أسهم الملكية الإدارية	إجمالي عدد الأسهم	نسبة الملكية الإدارية
1	المصرف التجاري	64624724064	100000000000	0.646247241
2	مصرف بغداد	671930978	175000000000	0.003839606
3	مصرف الشرق الأوسط	16669563305	150000000000	0.111130422
4	مصرف الأهلي العراقي	72611847527	100000000000	0.726118475
5	مصرف الائتمان العراقي	81289254653	100000000000	0.812892547
6	مصرف دار السلام	79717902520	105800000000	0.75347734
7	مصرف سومر	23174442272	151000000000	0.153473128
8	مصرف بابل	15991458244	100000000000	0.159914582
9	مصرف الاقتصاد للاستثمار	45014000000	100000000000	0.45014
10	مصرف الخليج	13372393300	125000000000	0.106979146
11	مصرف الاتحاد العراقي	54599000000	100000000000	0.54599
12	مصرف الشمال	38737666372	210000000000	0.184465078
13	مصرف كردستان الدولي	69540030000	300000000000	0.2318001
14	مصرف آشور	48659179294	150000000000	0.324394529
15	مصرف المنصور	133969631953	236000000000	0.567667932
16	مصرف المتحد	67969421587	250000000000	0.271877686
17	الأهلية للتأمين	414417552	2500000000	0.165767021
18	الحمراء للتأمين	1287115524	2000000000	0.643557762
19	الأمين للتأمين	283311473	2000000000	0.141655737
20	الخليج للتأمين	164676184	2000000000	0.082338092

21	الوئام للاستثمار	478325177	2000000000	0.239162589
22	الزوراء للاستثمار المالي	175297111	1150000000	0.15243227
23	الخير للاستثمار المالي	370083180	7000000000	0.052869026
24	الأيام للاستثمار المالي	96907680	400000000	0.2422692
25	ما بين النهرين للاستثمار المالي	115741512	1000000000	0.115741512
26	الخيمة للاستثمار المالي	5438902	400000000	0.013597255
27	الباتك للاستثمارات المالية	202271033	1000000000	0.202271033
28	المعمورة للاستثمارات العقارية	2016500000	11726550000	0.17196021
29	النخبة للمقاولات	952575220	2000000000	0.47628761
30	المنصور الدوائية	750369191	3234633675	0.231979651
31	بغداد للمشروبات الغازية	56607526587	133000000000	0.425620501
32	فنادق كربلاء	327818796	1620000000	0.202357281
33	الأهلية للإنتاج الزراعي	121157218	575000000	0.210708205

4. مستثمر أجنبي H-B Share: وهذا المتغير تم قياسه بإعطاء الرقم 1 إذا كان هناك من ضمن حملة الأسهم في الشركات عينة الدراسة مستثمرين غير عراقيين يمتلكون أسهم فيها، وإعطاء الرقم 0 إذا كان غير ذلك .
5. قابضة وتابعة: وتم التعبير عنه بمتغير صوري يأخذ القيمة 1 إذا كانت الشركة تابعة و صفر إذا كان غير ذلك.
6. الملكية المؤسسية: وتم التعبير عنه بمتغير صوري يأخذ القيمة 1 إذا كانت ضمن أعضاء مجلس الإدارة ممثل عن شركة و صفر إذا كان غير ذلك .
7. الملكية التبادلية: وتم التعبير عنه بمتغير صوري يأخذ القيمة 1 إذا كانت هناك عضو في مجلس إدارة شركة معينة وهو نفسه عضو في مجلس إدارة شركة أخرى و صفر إذا كان غير ذلك .
8. حجم مجلس الإدارة: تم التعبير عنه بعدد الأعضاء الموجودين في كل شركة وتم اختبارها إحصائياً.
9. لجنة التدقيق: وتم التعبير عنه بمتغير صوري يأخذ القيمة 1 إذا كانت هناك لجنة للتدقيق في الشركة و صفر إذا كان غير ذلك .
10. تركيز الملكية: وتم قياس هذا المتغير بنسبة الأسهم المملوكة من قبل اثنين من اكبر عشرة مساهمين عدا المساهم الأكبر الأول إلى إجمالي عدد الأسهم، والجدول (13) يوضح احتساب آلية تركيز الملكية .

جدول (13) احتساب آلية تركيز الملكية

ت	اسم الشركة	أسهم تركيز الملكية	إجمالي عدد الأسهم	نسبة تركيز الملكية
1	التجاري	9791291820	100000000000	0.097912918
2	بغداد	9558919000	175000000000	0.054622394
3	الشرق الأوسط	21000000000	150000000000	0.14
4	الأهلي العراقي	13774405294	100000000000	0.13774405
5	الائتمان العراقي	11600000000	100000000000	0.116
6	دار السلام	8522570530	105800000000	0.080553597
7	سومر	11677102035	151000000000	0.077331802
8	بابل	14000000000	100000000000	0.14
9	الاقتصاد للاستثمار	19984000000	100000000000	0.19984
10	الخليج	16637000000	125000000000	0.133096
11	الاتحاد العراقي	22721000000	100000000000	0.12985
12	الشمال	36731942102	210000000000	0.17491401
13	كردستان الدولي	59400000000	300000000000	0.198
14	أشور	24341481600	150000000000	0.16227654
15	المنصور	18644890416	236000000000	0.079003773
16	المتحد	47583824066	250000000000	0.1903353

0.074457954	2500000000	186144886	الأهلية للتأمين	17
0.24375576	2000000000	487511524	الحمراء للتأمين	18
0.1825	2000000000	365000000	الأمين للتأمين	19
0.084298885	2000000000	168597770	الخليج للتأمين	20
0.1779395	2000000000	355879000	الوئام للاستثمار	21
0.19621105	1150000000	225642706	الزوراء للاستثمار المالي	22
0.0870578	7000000000	609404600	الخير للاستثمار المالي	23
0.19218919	4000000000	76875677	الأيام للاستثمار المالي	24
0.10	1000000000	100000000	ما بين النهرين للاستثمار المالي	25
0.19989245	4000000000	79956980	الخيمة للاستثمار المالي	26
0.20	1000000000	200000000	الباتك للاستثمارات المالية	27
0.17058299	11726550000	2000350000	المعمورة للاستثمارات العقارية	28
0.316	2000000000	632000000	النخبة للمقاولات	29
0.11887825	3234633675	384527591	المنصور الدوائية	30
0.1352381	133000000000	17986666666	بغداد للمشروبات الغازية	31
0.20237654	1620000000	327850000	فنادق كربلاء	32
0.087454026	575000000	50286065	الأهلية للإنتاج الزراعي	33

ثالثاً: تحليل البيانات واختبار فرضيات البحث:

لغرض إجراء الاختبارات الإحصائية الخاصة بالجانب التطبيقي تم استخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS و الجدول رقم 14 يبين الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث:

جدول رقم (14) الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث

Descriptive
Statistics

البيان	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
فجوة التوقعات	33	-3.8712363	-.3412363	-1.451416441E0	.7439921993	.554
نسبة أسهم اكبر المساهمين	33	4.0643272	81.0000000	2.279718654E1	2.1393792221E1	457.694
نسبة أسهم اكبر التنفيذيين	33	.0000000	.1937558	.015155706	.0406010130	.002
نسبة الملكية الإدارية	33	.0038396	.8128925	.297605538	.2274239227	.052
مستثمر أجنبي	33	0	1	.39	.496	.246
قابضة وتابعة	33	0	1	.18	.392	.153
ملكية مؤسساتية	33	0	1	.48	.508	.258
ملكية تبادلية	33	0	1	.21	.415	.172
حجم مجلس الإدارة	33	5	9	6.70	1.262	1.593
لجنة التدقيق	33	0	1	.45	.506	.256
تركز الملكية	33	5.4622394	31.6000000	1.478882693E1	5.8102585579E0	33.759

Descriptive
Statistics

البيان	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
فجوة التوقعات	33	-3.8712363	-.3412363	-1.451416441E0	.7439921993	.554
نسبة أسهم أكبر المساهمين	33	4.0643272	81.0000000	2.279718654E1	2.1393792221E1	457.694
نسبة أسهم أكبر التنفيذيين	33	.0000000	.1937558	.015155706	.0406010130	.002
نسبة الملكية الإدارية	33	.0038396	.8128925	.297605538	.2274239227	.052
مستثمر أجنبي	33	0	1	.39	.496	.246
قابضة وتابعة	33	0	1	.18	.392	.153
ملكية مؤسساتية	33	0	1	.48	.508	.258
ملكية تبادلية	33	0	1	.21	.415	.172
حجم مجلس الإدارة	33	5	9	6.70	1.262	1.593
لجنة التدقيق	33	0	1	.45	.506	.256
تركز الملكية	33	5.4622394	31.6000000	1.478882693E1	5.8102585579E0	33.759
Valid N (listwise)	33					

ولغرض اختبار فرضية البحث الأساسية تم استخدام اختبار الانحدار المتعدد وبالإستعانة بالبرنامج الإحصائي SPSS وكالاتي:

جدول رقم (15 - أ) متغيرات الفرضية الرئيسية

Variables Entered/Removed			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	نسبة أسهم أكبر المساهمين نسبة أسهم أكبر التنفيذيين نسبة الملكية الإدارية مستثمر أجنبي قابضة وتابعة ملكية مؤسساتية ملكية تبادلية حجم مجلس الإدارة لجنة التدقيق تركز الملكية ^a		Enter
a. All requested variables entered.			

جدول رقم (15 - ب) ملخص نموذج اختبار الفرضية الرئيسية

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.719 ^a	.517	.298	.6234547883

a. Predictors: (Constant), الملكية تركيز, الملكية الإدارية نسبة, ملكية مؤسساتية, ملكية تبادلية, نسبة أسهم أكبر التنفيذيين, لجنة التدقيق, أجنبي مستثمر, حجم مجلس الإدارة, نسبة أسهم أكبر المساهمين, قابضة وتابعة.

جدول رقم (15 - ج) تحليل التباين للفرضية الرئيسية

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	9.161	10	.916	2.357	.045 ^a
Residual	8.551	22	.389		
Total	17.713	32			

a. Predictors: (Constant), الملكية تركيز, الملكية الإدارية نسبة, ملكية مؤسساتية, ملكية تبادلية, نسبة أسهم أكبر التنفيذيين, لجنة التدقيق, أجنبي مستثمر, حجم مجلس الإدارة, نسبة أسهم أكبر المساهمين, قابضة وتابعة

b. Dependent Variable: فجوة التوقعات

جدول رقم (15-د) معاملات دالة خط الانحدار للفرضية الرئيسية

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.712-	.868		-.820-	.421
نسبة أسهم أكبر المساهمين	-.040-	.016	-1.163-	-2.455-	.022
نسبة أسهم أكبر التنفيذيين	.048	3.386	.003	.014	.989
نسبة الملكية الإدارية	1.081	.878	.330	1.231	.231
مستثمر أجنبي	-.572-	.366	-.382-	-1.562-	.133
قابضة وتابعة	1.556	.968	.819	1.607	.122
ملكية مؤسساتية	.434	.266	.296	1.634	.116
ملكية تبادلية	-.317-	.306	-.177-	-1.036-	.311
حجم مجلس الإدارة	.047	.130	.080	.364	.719
لجنة التدقيق	-.625-	.354	-.425-	-1.767-	.091
تركز الملكية	-.025-	.027	-.197-	-.946-	.354

a. Dependent Variable: فجوة التوقعات

وبين الجدول رقم (15-ب) إن قيمة معامل الارتباط الثاني (R) بين المتغيرين هو 0,719، بينما معمل التحديد (R square) يبلغ 0,517 وهذا يعني إن 51,7% من التغير في المتغير التابع (فجوة التوقعات) يعود إلى التغير

في المتغير المستقل (آليات حوكمة الشركات).

ويبين الجدول رقم (15- ج) إن مستوى الدلالة المعنوية بلغ 0.045 وهو اصغر من المستوى المحدد والمقبول والبالغ 0.05 مما يعني إن هناك علاقة بين المتغيرين، وقد بلغ مربع وسط البواقي (mean square of residuals) 0.389 وهو مربع الخطأ المعياري للتقدير، في حين بلغت قيمة F المحسوبة 2.357 وهي اكبر من قيمتها الجدولية البالغة 2.300 وهذا ما يعني قبول الفرضية لثبوت الأثر إحصائياً .

ويبين الجدول رقم (15- د) إن معدلة خط الانحدار بين المتغيرين كانت كآلاتي:
 فجوة التوقعات عن القيمة العادلة = $0.040 - 0.712$ (نسبة أسهم اكبر المساهمين) + 0.048 (نسبة أسهم اكبر التنفيذيين) + 1.081 (نسبة الملكية الإدارية) - 0.572 (مستثمر أجنبي) + 1.556 (قابضة وتابعة) + 0.434 (ملكية مؤسساتية) - 0.317 (ملكية تبادلية) + 0.047 (حجم مجلس الإدارة) - 0.625 (لجنة التدقيق) - 0.025 (تركز الملكية)

وتمثل هذه المعادلة معالم العلاقة بين المتغيران بواسطة المعامل (B).

وان العلاقة ذات الدلالة الإحصائية بين كل متغير من المتغيرات المستقلة لحوكمة الشركات وبين المتغير التابع (فجوة التوقعات عن القيمة العادلة) فكانت كما يلي :

1. وجود علاقة طردية بين المتغيرات (نسبة أسهم اكبر التنفيذيين ، ونسبة الملكية الإدارية، والشركات القابضة والتابعة، والملكية المؤسساتية، وحجم مجلس الإدارة) من جهة وفجوة التوقعات عن القيمة العادلة من جهة أخرى ، أي كلما زادت أسهم اكبر التنفيذيين كلما زادت فجوة التوقعات عن القيمة العادلة ، وكذلك نسبة الملكية الإدارية وزيادة سيطرة الشركة القابضة كلما زادت فجوة التوقعات عن القيمة العادلة، فضلاً عن إن وجود أعضاء ممثلين عن شركات مالكة أسهم في شركة معينة وزيادة حجم مجلس الإدارة سوف يزود من فجوة التوقعات عن القيمة العادلة .

2. وجود علاقة عكسية بين المتغيرات (أسهم اكبر المساهمين ، وزيادة الاستثمار الأجنبي، والملكية التبادلية، ولجنة التدقيق، وتركز الملكية) من جهة وفجوة التوقعات عن القيمة العادلة من جهة أخرى ، أي كلما زادت أسهم اكبر المساهمين كلما قلت فجوة التوقعات عن القيمة العادلة ، وكذلك زيادة الاستثمار الأجنبي والملكية التبادلية كلما قلت فجوة التوقعات عن القيمة العادلة، فضلاً عن إن وجود لجنة للتدقيق وتركز الملكية سوف يقلل من فجوة التوقعات عن القيمة العادلة .

المبحث السادس -الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

1. تطبيق بعض الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لبعض آليات حوكمة الشركات .

2. ضعف دور مجالس الإدارة في مراقبة أداء الإدارة التنفيذية وذلك لعدم وجود أعضاء خارجيين مستقلين في الشركات العراقية الخاصة عينة البحث , إذ اقتصرت عضوية مجلس الإدارة على المالكين فقط .
3. عدم قياس القيمة العادلة من قبل الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة البحث .
4. أظهرت نتائج البحث إن قيم فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للسهم كانت جميعها سالبة , وهذا يعني إن القيمة السوقية للسهم هي أقل من القيمة العادلة وهذا يعني أيضا إن أسهم الشركات عينة البحث مقيمة بأقل مما تستحق .
5. إن تقويم آليات حوكمة الشركات الداخلية والخارجية ومدى نجاح ذلك تم من خلال قياس متغيرات تم أخذها من هذه الآليات ومحاولة قياس هذه المتغيرات لمعرفة أثرها بصورة اختبارية وبالأدلة الإحصائية في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للسهم العادي يعطي الدليل القاطع على مدى اثر آليات حوكمة الشركات في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للوصول إلى السعر الحقيقي للسهم في الشركات .

ثانياً: التوصيات:

1. إصدار القوانين والتشريعات ذات الصلة بالآليات حوكمة الشركات على أن تكون الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ملزمة بتطبيقها لما لها اثر في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للأسهم العادية .
2. إلزام الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية باحتساب القيمة العادلة للأسهم العادية وذلك لإمكانية قياسها لما لها من اثر في الحصول على القيمة الحقيقية للسهم في الوقت الحالي
3. إلزام الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بالإفصاح عن آليات حوكمة الشركات المطبقة لديها ومدى فاعليتها , وكذلك الإفصاح عن القيمة العادلة للأسهم العادية ويكون ذلك في ملحق ضمن تقاريرها المالية
4. ضرورة إلزام الشركات العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بان يتضمن بعض أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء المستقلين الخارجيين ومن ذوي الخبرة وعدم اقتصرها على المالكين فقط .
5. يوصي الباحث في مجال تعزيز ثقافة الحوكمة وتخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة على ضرورة إدراك الشركات العراقية المدرجة بأهمية تطبيق مفهوم حوكمة الشركات والياتها وضرورة قياس القيمة العادلة من خلال عقد المؤتمرات والندوات للوقوف على أهميتها والتعرف على الإجراءات الكفيلة لنجاحها .
6. يوصي الباحث بإجراء المزيد من البحوث في مجالي حوكمة الشركات والقيمة العادلة .

المصادر

1-1 المصادر العربية :

أولاً : الكتب

1. حماد طارق عبدالعال، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات- تحديد قيمة المنشأة"، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2008
2. حماد ، طارق عبد العال، " محاسبة القيمة العادلة "، دار القضايا الفكرية ، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2003
3. الزبيدي ، حمزة محمود ، " الإدارة المالية المتقدمة "، مؤسسة الوراق للطباعة والنشر، عمان، 2004 .
4. الشنطي، ايمن ، وشقر، عامر، "مقدمة في الادارة والتحليل المالي"، دار البداية للنشر والتوزيع، الطبعة ، 2007
5. العامري، محمد على إبراهيم، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار ثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان ، 2010
6. الميداني ، محمد أمين عزت، " الإدارة التمويلية في الشركات"، مكتبة العبيكات الرياض، الطبعة الرابعة ، 2004

ثانياً: الدوريات والرسائل الجامعية والمقالات

1. باطويح ، محمد ، " الحوكمة ...تشريع وثقافة وسلوك " ، من كتاب حوكمة الشركات ، اتحاد الشركات الاستثمارية، الكويت ، 2011 .
2. حسانين، احمد سعيد قطب، " التكامل بين الآليات المحاسبية وغير المحاسبية لنظم الحوكمة واثرها على الأداء وخفض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للمنشأة — دراسة ميدانية على سوق الأسهم السعودي " ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية، العدد 1، المجلد 46، 2009.
3. خطاب، سامي، " المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، بحث مقدم إلى هيئة الأوراق المالية والسلع ، ابو ظبي' 2007 .
4. خضير، بشرى فاضل، " الإفصاح عن المعلومات المحاسبية ودورها في حوكمة الشركات والياتها الداخلية — دراسة ميدانية في عينة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2009 .
5. دبانه ، تامر سعيد خليل، "العلاقة بين صافي مكاسب وخسائر القيمة العادلة غير المحققة والعوائد السوقية لأسهم البنوك التجارية في ظل الحاكمية المؤسسية"، رسالة ماجستير في المحاسبة ، كلية الأعمال ، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا ، 2009 .
6. زين الدين، بروش، جابر، دهيمي، " دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري"، بحث مقدم إلى الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري ، الجزائر، 2012.
7. صالح، رضا إبراهيم، "اثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في ظل الأزمة المالية العالمية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد رقم (2)، المجلد رقم (46)، 2009.
8. صالح ، احمد علي ، " بناء محافظ رأس المال الفكري من الأنماط المعرفية و مدى ملائم لحاكمية الشركات "، أطروحة دكتوراه في فلسفة إدارة الأعمال ، جامعة بغداد، غير منشورة، 2006 .
9. عبد الملك، احمد رجب ، " دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية — دراسة تحليلية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية ، العدد 1 ، المجلد 45 ، 2008 .
10. عبيدات، سامر فخري محي الدين، " استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية — دراسة تطبيقية في بورصة عمان " ، رسالة ماجستير في التمويل والمصارف ، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت ، 2008 .

11. علوان , قاسم نايف, الزعلوك , إبراهيم محمد, " اثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM) -دراسة تطبيقية", مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير, جامعة التحدي, العدد 5 , ليبيا , 2005.
12. الفتلاوي, ليلي ناجي مجيد, " اثر تطبيق حوكمة الشركات في الحد من ممارسات إدارة الأرباح – بالتطبيق على عينة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان والعراق للأوراق المالية", أطروحة دكتوراه في المحاسبة, كلية الإدارة والاقتصاد, جامعة بغداد, 2011 .
13. المشهداني , عبد الرحمن حمود , " تحليلي وتقويم الاستثمار بالأسهم العادية : دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية " , رسالة ماجستير غير منشورة , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة بغداد , 1995 .
14. المنيف, عبد الله علي, الحميد, عبد الرحمن إبراهيم, " مهام لجنة المراجعة ومعايير اختيار أعضائها – دراسة تطبيقية في المملكة العربية السعودية " , مجلة جامعة الملك عبد العزيز, الإدارة والاقتصاد, مجلد 11 , 1998.
15. يونس , خالد عبد الرحمن جمعة, " اثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم – دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " , 2011

1-2 : المصادر الأجنبية

First : Books

1. Fair value measurement , Statement of Financial Accounting Standards No . 157. NOY WALK CT : FASB 2007 .
2. Jack, C., Myrtle ,W., Richard G. Schroeder, " Accounting Theory", 2010 .
3. Khan , M Y & Jain, P K, " Financial Management", 4th Edition, Tata McGraw-Hill Publishing Company limited, NEW DELHI, 2004.
4. Kiso, Donald, E., &Weygandt, " Intermediate Accounting", 9th edition, John Wiley & Sons, Inc, 2011 .
5. Ronald D .Francis , " Ethics and corporate governance : an Australian handbook university of new south Wales press ltd", 2000 .

Reports and Websites : Second : Periodicals,

1. alamgir, m, corporate governance - a risk perspective, paper presented to: corporate governance and reform: paving the way to financial stability and development, a conference organized by the egyptian banking institute, Cairo, 7/8 may 2007 .
2. Bai, C., Liu, Q., Song, F., "Bad News or Good News Propping and Tunneling Evidence From China University of Hong Kong", Working paper, 2004 .
3. Barth, M.E., Landsman, W.R. And Beaver, W.H. "The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standards Setting: Another View". Journal Of Accounting and Economics, 2001 .
4. Belkhir , Mohammad , "Board Structure Ownership Structure , and Firm Performance : Evidence From Banking " , Working Paper Presented To University of North Texas, 2005 .

5. Chandler, R. and Edwards, J.R., "Recurring issues in auditing :back to the future?" Accounting Auditing and Accountability Journal, Vol. 9, No. 2, 1996.
6. Chaney, P., and Philipich, K., "Shredded reputation: the cost of audit failure", *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 4 , 2002 .
7. Lee T., "Financial Reporting Quality Labels. Accounting. Auditing and Accountability Journal ", Vol. 7, No. 2, 1994 .
8. Millstein, M., "Introduction to the report and recommendations of the Blue Ribbon Committee on improving the effectiveness of corporate audit committees", *The Business Lawyer*, Vol 54, N0 3, 1999
9. Mitani, Hidetaka ,” Additional Evidence on Earnings Management and Corporate Governance” , Japan, 2010 .
10. Nelson, Jon " Fair Value Measurements", working Paper, International Accounting Standards Board, 2007 .
11. Watts, L .R. Zimmerman, J.L.J., " Positive Accounting Theory: A ten year Perspective", *The Accounting Review*, vol. 65, No 1, 1990.
12. Zhang , junxi , and wang , Xiaokun, “ Searching for the motives and effectiveness of Chinese and acquisition” , Center for China Financial of the university of Hong Kong , 2006.

3-1 : التقارير الرسمية

1. التقارير المالية للشركات عينة الدراسة لسنة 2012 .
2. التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية والخاصة بسنة 2012 .
3. قانون المصارف العراقية, الأمر 40 لسلطة الائتلاف المؤقتة 2003 وقانون الشركات رقم 21 لسنة 1997.