وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة القادسية
كلية الإدارة والاقتصاد
قسم أدارة الأعمال

تأثير معدل النمو الفعلي و المستدام في تعزيز المرونة المالية

دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة

في سوق العراق للاوراق المالية للمدة 2011–2018

رسالة مقدمة إلى

مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة القادسية

وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال

من قبل

زهراء ثائر شاكر

بإشراف

الأستاذ المساعد الدكتور

عبد الله كاظم حسن السعيدي

1442هـ 2021م

بسم الله الرحمن الرحيم

(و يسئلونك عن الروح قل الروح من امر ربي و ما اوتيتم
من العلم الا قليلا)

صدق الله العلي العظيم

إهداء

الى من ربياني صغيرا و طالما دعوا الله لي بالتوفيق لهم مني وافر الشكر و عظيم الامتنان
امي و ابي

الى استاذي و مثلي الأعلى تقديرا و عرفانا بالجميل مشرفي
الدكتور عبد الله كاظم

الى كل من ساندني حتى ولو بكلمة
اهدي هذا الجهد المتواضع

الباحثة

شكر وتقدير

في الحديث القدسي :

((عبدي لم تشكرني ما لم تشكر من قدمت لك الخير على يديه))

بعد التوجه الى العلي القدير بالحمد الكثير و الصلاة على سيد المرسلين المصطفى الأمين و اله و صحبه اجمعين يسعدني ان أتقدم بوافر شكري و عظيم امتناني لاستاذي الفاضل الدكتور (عبد الله كاظم حسن) الذي تفضل بالاشراف على هذه الرسالة ، و تقديمه للاراء والارشادات القيمه فقد كان للملاحظات التي ابداها ، و النقد البناء لكل رأي وفكرة اكبر الأثر حتى أصبحت الرسالة على ما هي عليه اليوم .

و يشرفني ان أتقدم بجزيل الشكر ، و التقدير لاعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول مناقشة الرسالة و اثرائها بملاحظاتهم القيمة .

الباحثة

المستخلص

تسعى هذه الدراسة الى معرفة تأثير معدل النمو الفعلي و المستدام في المرونة المالية , و ذلك إنطلاقا من فرضية مفادها وجود تأثير لمعدل النمو الفعلي و المستدام في المرونة المالية , يتم ذلك بإستخدام البيانات للعينة المتكونة من (10) من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية , غطت الدراسة الحالية فترة ثمان سنوات من (2011 - 2018) , و تمَّ إستخدام عدد من الأساليب و الطرق الإحصائية لتحليل متغيرات الدراسة و إختبار الفرضيات مثل الوسط الحسابي و الإنحراف المعياري واعتمدنا أيضا في التحليل إحصاءات منها إختبار معنوية الفرضيات و (t-test) . بعد تحليل بيانات و فرضيات الدراسة تم التوصل الى عدد من الإستنتاجات ابرزها وجود تأثير إيجابي لمعدل النمو الفعلي و المستدام في المرونة المالية بابعادها الثلاثة (قابلية الدين , الحفاظ على الموجودات النقدية و صافي التدفق النقدي) , و بناءاً على هذه الإستنتاجات هناك مجموعة من التوصيات أهمها إعتماد أدوات تحليل مختلفة و متنوعة لقياس معدل النمو الفعلي و المستدام للشركات , و مراعاة المرونة المالية و تحقيق مستويات عالية منها للتعامل مع الصدمات السلبية و إستثمار الفرص المستقبلية .

الكلمات الرئيسية : معدل النمو الفعلي , معدل النمو المستدام , المرونة المالية

قائمة المحتويات

الموضوع	الصفحة
المستخلص	أ
قائمة المحتويات	ب
قائمة الجداول	ج
قائمة الأشكال	ح
قائمة الملاحق	خ
المقدمة	1
الفصل الأول: منهجية الدراسة و الجهود المعرفية السابقة	3-25
المبحث الأول: منهجية الدراسة	3-10
المبحث الثاني : الدراسات السابقة	11-21
الفصل الثاني : الإطار النظري للدراسة	23-57
المبحث الأول : معدل النمو الفعلي	23-32
المبحث الثاني : معدل النمو المستدام	33-45
المبحث الثالث : المرونة المالية	46-57
الفصل الثالث : التحليل المالي والاحصائي لبيانات الدراسة	59-84
المبحث الأول : التحليل المالي لمؤشرات الدراسة	60-74
المبحث الثاني : التحليل الاحصائي لمؤشرات الدراسة	75-84
الفصل الرابع : الاستنتاجات والتوصيات	86-88
المبحث الأول : الاستنتاجات	86-87
المبحث الثاني : التوصيات	88
المصادر	90-114
الملاحق	-
المستخلص باللغة الانكليزية	-

قائمة الجداول

ت	العنوان	الصفحة
1	رأس المال المدفوع للشركات الصناعية للمدة (2011-2018)	7
2	التعريفات الاجرائية لمتغيرات الدراسة الرئيسية	10
3	الدراسات السابقة المتعلقة بمعدل النمو الفعلي و المستدام	11-16
4	الدراسات السابقة المتعلقة بالمرونة المالية	13-18
5	معدلات النمو الفعلي للشركات المبحوثة للفترة (2011-2018)	61
6	معدلات النمو المستدام للشركات المبحوثة للفترة (2011-2018)	64
7	معدلات قابلية الدين للشركات المبحوثة للفترة (2011-2018)	67
8	معدلات الاحتفاظ بالموجودات النقدية للشركات المبحوثة للفترة (2011-2018)	70
9	معدلات صافي التدفق النقدي للشركات المبحوثة للفترة (-2018 2011	73
10	اختبار جذر الوحدة لمؤشرات الدراسة	76
11	معامل تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في قابلية الدين	78
12	معامل تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في الاحتجاز بالموجودات النقدية	80
13	معامل تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في صافي التدفق النقدي	83

قائمة الأشكال

ت	العنوان	الصفحة
1	المخطط الفرضي للدراسة	5
2	محددات معدل النمو الفعلي	26
3	متطلبات تحقيق معدل النمو الفعلي	32
4	العوامل المحددة للنمو المستدام	40
5	منحنى معدل النمو الفعلي للسلسلة الزمنية (2011-2018)	62
6	منحنى معدل النمو المستدام للسلسلة الزمنية (2011-2018)	65
7	منحنى معدل قابلية الدين للسلسلة الزمنية (2011-2018)	68
8	منحنى معدل الاحتفاظ بالموجودات النقدية للسلسلة الزمنية (2011-2018)	71
9	منحنى معدل صافي التدفق النقدي للسلسلة الزمنية (2011-2018)	74

قائمة الملاحق

ت	العنوان
1	مجموع الموجودات الثابتة للشركات الصناعية المساهمة قيد الدارسة للفترة (2011 - 2018) دينار
2	النقد للشركات الصناعية المساهمة قيد الدارسة للفترة (2011 - 2018) دينار
3	الموجودات الكلية للشركات الصناعية المساهمة قيد الدارسة للفترة (2011 - 2018) دينار
4	رأس المال المدفوع للشركات الصناعية المساهمة قيد الدارسة للفترة (2011 - 2018) دينار
5	الأحتياطيات للشركات الصناعية المساهمة قيد الدارسة للفترة (2011 - 2018) دينار
6	الإيرادات للشركات الصناعية المساهمة قيد الدارسة للفترة (2011 - 2018) دينار
7	مجموع المصروفات للشركات الصناعية المساهمة قيد الدارسة للفترة (2011 - 2018) دينار
8	صافي الربح للشركات الصناعية المساهمة قيد الدارسة للفترة (2011 - 2018) دينار
9	صافي التدفق النقدي للشركات الصناعية المساهمة قيد الدارسة للفترة (2011-2018) دينار
10	القيمة السوقية للشركات الصناعية المساهمة قيد الدارسة للفترة (2011 - 2018) دينار

المقدمة

يمثل كلا من النمو الفعلي و المستدام مرتكزات اساسية تعكس رغبة الشركة بتحقيق زيادة في قيمتها من خلال تخصيص الموارد والاهتمام المستمر بهدف زيادة حصة الشركة السوقية, اذ تشير معدلات النمو إلى النسبة المئوية للتغير لمتغير محدد خلال فترة زمنية محددة. فالنمو الفعلي (المخطط) يشير الى ذلك النمو الذي يحدث بتدخل الشركة بوضع عملية تخطيط شاملة لموارد ومتطلبات المجتمع, وترتبط قوة فاعلية هذا النمط ارتباطا وثيقا بقدرات المخططين وواقعية الخطط المرسومة, كما ويرتبط كذلك بفاعلية التنفيذ والمتابعة في عملية التخطيط في المستويات كافة . اما النمو المستدام فيعبر عن قدرة الشركة على تحقيق او الايفاء بأهداف النمو طويلة الامد.

المرونة المالية هي قدره الشركة على تعديل مقدار وتوقيت احتياجاتها المالية بشكل يمكنها من الاستجابه للاحتياجات والفرص غير المتوقعة, حيث ان الشركة التي لديها درجة كبيرة من المرونة المالية تكون اكثر قدرة على تخطي الازمات كما انها تكون اكثر قدرة على انتهاز فرص الاستثمار المربح غير المتوقعة اما الشركات غير المرنة ماليا فيصعب عليها مواجهة الازمات غير المتوقعة . و غالبا ما يؤدي هذا الى الحد من مصادرها النقدية اللازمة للتوسع او سداد الديون المستحقة الامر الذي قد يقودها للافلاس , وكلما كانت الموارد المالية للشركة منخفضه ازداد خطر فشلها على الاقل في تعقب الفرص الاستثمارية المفاجئة.

يجب ان يتم التعامل مع المرونة المالية بأعتبارها من الأهداف المهمة للإدارة و التي من المفترض أن تسعى الشركات الى متابعتها و تعزيزها .

تتمتع الشركات في أسواق رأس المال المثالية بمرونة مالية كاملة حيث انها تستطيع تكييف هياكلها لتلبية احتياجاتها دون مواجهة التكاليف الضرورية للتمويل عن طريق الديون , و لان أسواق رأس المال غير مثالية تزداد هنا قيمة المرونة المالية للشركة .

و لغرض الإحاطة بالموضوع تم تقسيم محتويات الدراسة الى أربعة فصول , يتضمن الفصل الأول منها مبحثين , يعرض الأول منها منهجية الدراسة اما الثاني فيختص بالدراسات السابقة . تم تقسيم الفصل الثاني الى ثلاثة مباحث يختص الأول بمعدل النمو الفعلي , و يختص الثاني بمعدل النمو المستدام اما الثالث فيختص بالمرونة المالية . اما الفصل الثالث قسم الى مبحثين يبين المبحث الأول التحليل المالي لمؤشرات الدراسة , أما المبحث الثاني يبين التحليل الاحصائي لمؤشرات الدراسة . أما الفصل الرابع فيحتوي على مبحثين يبين المبحث الأول الاستنتاجات اما المبحث الثاني فيبين التوصيات .

الفصل الأول: منهجية الدراسة و الدراسات السابقة

المبحث الأول: منهجية الدراسة

المبحث الثاني : الدراسات السابقة

مبحث الأول
منهجية الدراسة

أولاً : مشكلة الدراسة :-

تكمن مشكله الدراسة في معاناة الشركات الصناعية المساهمه في سوق العراق للاوراق المالية من العديد من المخاطر مما يجعل مستقبل نموها في غاية الخطورة بالإضافة الى كونها تسعى الى تحقيق حصة سوقية عالية وتعزيز المرونة المالية للشركة , الا ان المتغيرات الخارجية والمحيطه بالشركة لها تأثير على مدى تحقيق الشركة للنمو وعلى سلامه مرونة الشركة .

و من خلال ذلك يمكن تأطير مشكله الدراسة في اطار التساؤلات الاتية , والتي يمكن ايجازها بالاتي :

1. ما المعايير والاتجاهات الفلسفية والمفاهيمية لموضوعات الدراسة الحالية والجدل الفكري بينهما (معدل النمو الفعلي، و معدل النمو المستدام، والمرونة الماليه)؟
2. ما هي مقاييس معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام وما طبيعتها؟
3. ما هي المؤشرات الداله للمرونة المالية الشركات الصناعية المساهمه والمدرجه في سوق العراق للاوراق الماليه ؟
4. هل هناك تأثير لمؤشرات معدل النمو الفعلي والنمو المستدام في تعزيز المرونة المالية للشركات الصناعية المساهمه والمدرجه في سوق العراق الاوراق الماليه ؟

ثانياً: أهمية الدراسة :-

تكتسب الدراسة أهميتها من النقاط الآتية:

1. ان متغيرات الدراسة معدل النمو الفعلي والنمو المستدام والمرونة المالية لم يتم دراستها معا من قبل الباحثين على المستوى العربي والعراقي بحسب علم الباحثة، ومن خلال الاطلاع على شبكه المعلومات الدولية طيلة مده الدراسة لم تتوافر اي دراسة تربط المتغيرات (محليا وعربيا) مازاد من حافز الباحثة على تطبيق هذه الافكار على الواقع العراقي والبحث في اثر هذه المتغيرات في اداء الشركات الصناعية المساهمه في سوق العراق للاوراق الماليه.
2. تمثل هذه الدراسة غناء علمي للمكتبة العراقية في مجال الاداره المالية من خلال تلافي النقص في الدراسات السابقه التي تربط بين المتغيرات التي جاءت بها هذه الدراسة , وبما يجعلها دراسة ترفد الشركات الصناعية المساهمه في سوق العراق للاوراق المالية عينة الدراسة

بحلول لمشكلات تعاني منها، و افاده الباحثين والمختصين في هذا المجال، فضلاً عن السعي الى استنتاج العلاقات واستكشاف التأثيرات و الجدوى المستقبلية , مما سيكون له انعكاسا في اثراء المكتبتين العربية والعراقية في مجال الاداره المالية وقد استوفى الباحثة في هذا المجال اصاله المراجع وحداثتها.

3. تعالج هذه الدراسة مشكلات واقعية وفعلية تتطلب ايجاد حلول محدده من خلال تعريف الشركات الصناعية بمستوى نموها الفعلي وتوجها المستقبلي ومدى مرونتها المالية في مواجه التقلبات المالية والمخاطر الخارجية.

توفر الدراسة إطاراً عمليا لانموذج عراقي يفسر معدل النمو الفعلي , والنمو المستدام في تعزيز المرونة المالية في الشركات الصناعية المساهمه في سوق العراق للاوراق المالية , وكيفية توظيف ذلك النمو في تعزيز المرونة المالية .

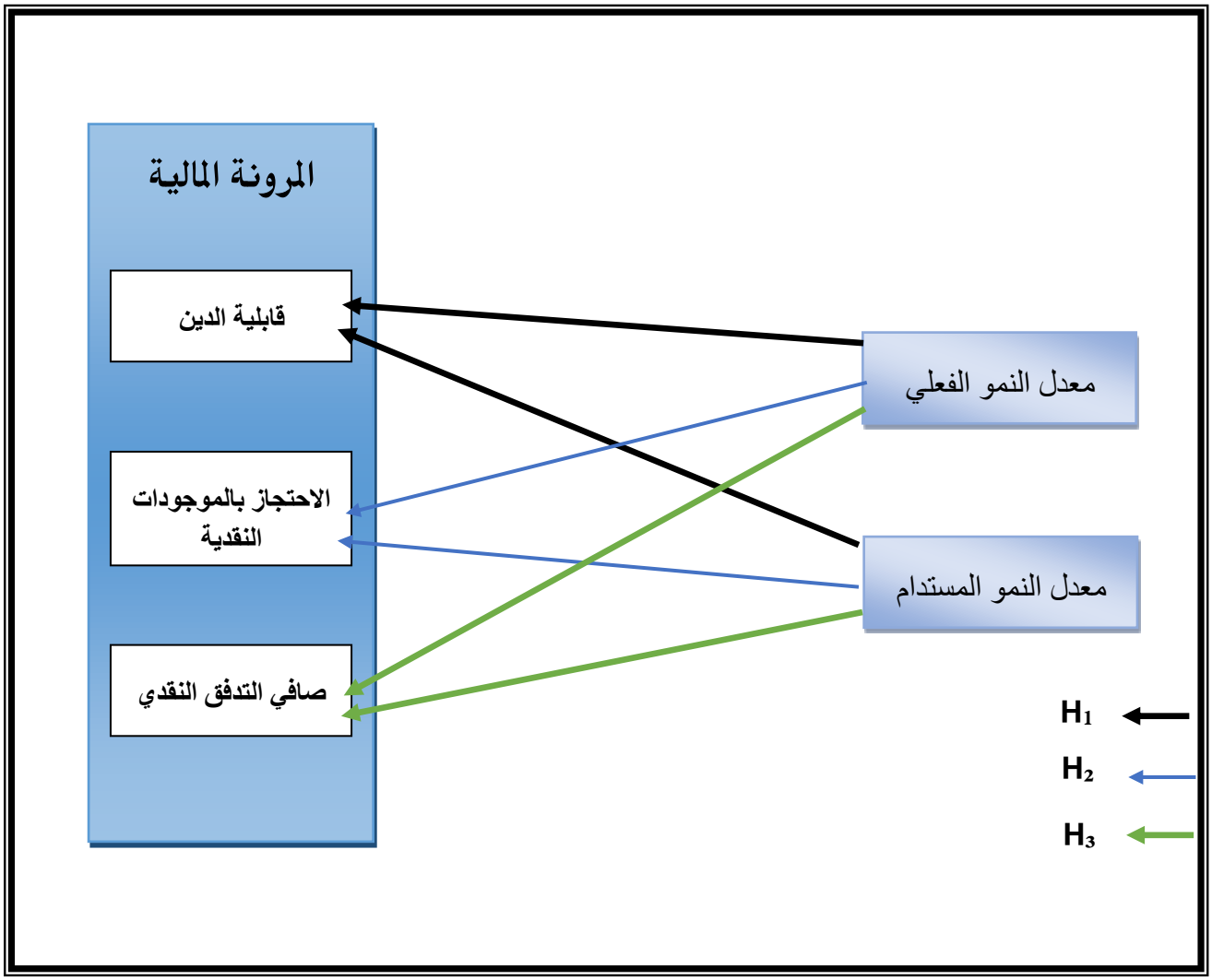
ثالثاً : أهداف الدراسة :-

في ضوء مشكله الدراسة المشار اليها فان هدف الدراسة العام هو اختبار تأثير معدل النمو الفعلي والنمو المستدام في تعزيز المرونة المالية للشركات الصناعية المساهمه في سوق العراق للأوراق المالية , وبشيء من التفصيل يمكن إدراج أهداف الدراسة على النحو التالي:

1. استعراض التطورات الحاصلة في الفكر المالي المعاصر على وجه التحديد في موضوعات الدراسة معدل النمو الفعلي والنمو المستدام والمرونة المالية .
2. تشخيص أبرز مؤشرات معدل النمو الفعلي والنمو المستدام , وتحديد مقاييسها في الشركات الصناعية المساهمه في سوق العراق للاوراق المالية عينة الدراسة .
3. التعرف على مؤشرات المرونة المالية ومقاييسها في الشركات الصناعية المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية عينة الدراسة.
4. اختبار فيما اذا كانت قيمه الشركة كونها تتمتع في درجه من النمو , والمرونة تتغير فيما بين الشركات المبحوثة.
5. اختبار العلاقه وبيان الاثر لمعدل النمو الفعلي , والنمو المستدام في تعزيز المرونة المالية.
6. توضيح الابعاد المعرفية للمرونة المالية , وعلاقتها بالنمو الفعلي , والنمو المستدام.

رابعاً: نموذج الدراسة الفرضي :-

يوضح الشكل (1-1) النموذج الفرضي للدراسة والذي يوضح طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، إذ يلاحظ بان معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام يؤثران في المرونة المالية، وكالأتي:



الشكل (1-1) المخطط الفرضي للدراسة

المصدر : من إعداد الباحثة

خامساً: فرضيات الدراسة:-

تتضمن الدراسة الفرضيات التالية:

أولاً: الفرضية الرئيسة الأولى: تفترض هذه الفرضية بوجود علاقة تأثير موجبة وذات دلالة معنوية لمعدل النمو الفعلي , ومعدل النمو المستدام في قابلية الدين.

1. وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو الفعلي في قابلية الدين .

2. وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو المستدام في قابلية الدين .

ثانياً: الفرضية الرئيسة الثانية: تفترض هذه الفرضية بوجود علاقة تأثير موجبة وذات دلالة معنوية لمعدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام في الاحتجاز بالموجودات النقدية .

1. وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو الفعلي في الاحتجاز بالموجودات النقدية.

2 . وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو المستدام في الاحتجاز بالموجودات النقدية.

ثالثاً: الفرضية الرئيسة الثالثة: تفترض هذه الفرضية بوجود علاقة تأثير موجبة وذات دلالة معنوية لمعدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام في صافي التدفق النقدي .

1. وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو الفعلي في صافي التدفق النقدي .

2. وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو المستدام في صافي التدفق النقدي .

سادساً: طرق جمع البيانات :-

اعتمدت الدراسة في جانبيها النظري و الميداني على عدد من الأدوات لجمع البيانات والمعلومات وكما يلي:

1. الجانب النظري :

اعتمدت الباحثة في تغطية الجانب النظري للدراسة الحالية على العديد من المصادر العلمية من كتب ومجلات ودوريات و أطاريح ورسائل عربية وأجنبية ذات صلة بموضوع الدراسة ، فضلاً عن البحوث والمقالات الأجنبية التي تم الحصول عليها عن طريق الانترنت.

2. الجانب التطبيقي :

أعتمد الجانب التطبيقي على البيانات المنشورة لسوق العراق للاوراق المالية .

سابعاً: مجتمع وعينة الدراسة :-

تمثل مجتمع الدراسة في الشركات الصناعية المساهمه المدرجه في سوق العراق للاوراق المالية والبالغ عددها (88) شركة وفق الاحصائية المعلنه لعام 2013 ولقد اختير القطاع الصناعي لان هذا القطاع تنطبق علية مؤشرات الدراسة بدرجه واضحه والتي بلغ عددها (25) شركة

صناعية مدرجه وتم سحب عينة عمدية بواقع (10) شركات صناعية كما مبين في الجدول (1-1) , والتي توافرت فيها الشروط خلال المدة قيد الدراسة والتحليل من 2011 الى 2018 و ذات التداول المستمر في البورصة وبياناتها منشوره اضافه الى عدم وجود اندماج للشركات عينه الدراسة أو أن تكون تحت التصفية خلال الحدود الزمنية للدراسة.

جدول (1-1) الشركات الصناعية المساهمة قيد الدراسة للفترة (2011-2018)

ت	اسم الشركة	تاريخ التأسيس
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	1962/05/27
2	بغداد للمشروبات الغازية	1989/07/18
3	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	1989/01/29
4	العراقية للسجاد و المفروشات	1989/05/10
5	المنصور للصناعات الدوائية	1989/04/19
6	الصنائع الكيمياوية العصرية	1946/06/19
7	الخياطة الحديثة	1989/02/14
8	الوطنية للصناعات الكيمياوية و البلاستيكية	1962/10/23
9	انتاج الألبسة الجاهزة	1976/05/31
10	العراقية للأعمال الهندسية	1985/10/01

ثامناً : مؤشرات التحليل والقياس المعتمده في الدراسة :-

اعتمدت الدراسة بعض المؤشرات المالية المعتمده في التحليل المالي , و بعض المقاييس والاساليب الاحصائية اساسا لقياس العلاقات بين المتغيرات المعتمده وتحليلها وفقا لما تم عرضه في الاطار النظري للدراسة والمتمثله في مؤشرات التحليل المالي لكل من معدل النمو الفعلي , والنمو المستدام والمرونة المالية وكالاتي:

1. معدل النمو الفعلي (Amouzesh et al ,2011:251)

$$AGR = \frac{(ROA * b)}{1 - (ROA * b)} \quad \dots\dots\dots\dots\dots\dots (1)$$

AGR : معدل النمو الفعلي

ROA : العائد على الموجودات

b : نسبة احتجاز الأرباح

2. معدل النمو المستدام (Amouzesh et al ,2011:251)

$$SGR = \frac{(ROE * b)}{1 - (ROE * b)} \dots\dots\dots\dots\dots\dots (2)$$

SGR : معدل النمو المستدام

ROE : العائد على حق الملكية

3. نسبة الموجودات النقدية (Chua,2012:98)

$$CA = \frac{C + MS}{TA} \dots\dots\dots\dots\dots\dots (3)$$

CA : الموجودات النقدية

C : النقد

MS : الأوراق المالية القابلة للتسويق

TA : الموجودات الكلية

4. قابلية الدين (Denis,2011:668)

$$DC = \frac{ET}{TA} \dots\dots\dots\dots\dots\dots (4)$$

DC : قابلية الدين

ET : الموجودات الملموسة

5. صافي التدفق النقدي (Gunay&Fatih,2020:30)

$$NCF = \frac{CF}{TA} \dots\dots\dots\dots\dots\dots \quad (5)$$

NCF : صافي التدفق النقدي

CF : التدفق النقدي التشغيلي

تاسعاً : أساليب وأدوات التحليل الإحصائية :-

1. الانحراف المعياري
2. الانحدار البسيط و المتعدد
3. اختبار (t)
4. اختبار (F)
5. معامل بيتا (β)
6. معامل التحديد (R^2)
7. استقرارية السلسلة الزمنية
8. التحليل التميزي للتأثير الثابت
9. مستوى المعنوية

عاشراً : التعريفات الاجرائية لمتغيرات الدراسة :-

بعد الاطلاع على الادبيات التي تناولت متغيرات الدراسة تم تعريف كل متغير من متغيرات الدراسة الرئيسية على وفق ما مبين في الجدول (2-1) :

جدول (2-1) التعريفات الاجرائية لمتغيرات الدراسة الرئيسية

المتغير	التعريف
النمو الفعلي	النسبة المئوية للتغير في أرباح الشركة ونموها من دون التمويل الخارجي .
النمو المستدام	هو المعدل الأكثر واقعية للنمو في أرباح الشركة بشرط ان لا تغير الشركة هيكل رأس مالها .
المرونة المالية	قدرة الشركة على توفير التمويل اللازم لها عن طريق إيجاد مجموعة من البدائل لمواجهة الصدمات السلبية و الاستجابة للفرص الاستثمارية المفاجئة .

المبحث الثاني

أولاً : الدراسات السابقة :-

إن مراجعة الدراسات السابقة تهدف الى معرفة المتغيرات المتعلقة بالدراسة , حيث تمكنت الباحثة من التعرف على أساس مشكلة الدراسة , لذلك يجب دراسة المنهجية والدراسات السابقة للموضوع المرتبط بالدراسة , لقد تم تصنيف هذه الدراسات وفق الجداول التالية :

أولا : الدراسات العربية

جدول (3-1) بعض الدراسات السابقة المتعلقة بالنمو الفعلي والنمو المستدام .

1- دراسة	(حسن و جبر) 2016
موضوع الدراسة	تحليل الأرباح المتوقعة باطار العلاقة بين النمو المستدام و النمو الفعلي
بلد الدراسة	العراق
مدة الدراسة	2010- 2014
حجم العينة	مجموعة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
هدف الدراسة	▪ قياس و تحليل النمو الفعلي لارباح الشركة من خلال تحليل المتغيرات الحاكمة له . ▪ قياس و تحليل معدل النمو المستدام و المتغيرات المحددة له . ▪ قياس العلاقة بين النمو الفعلي و النمو المستدام .
الفرضيات	توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين النمو الفعلي (AGR) و النمو المستدام (SGR) .
الأستنتاجات	▪ تحقيق الشركة لعائد كبير مما يدل على كفاءة الشركة في توليد الأرباح من كل وحدة من حقوق المساهمين . ▪ ان الفرق بين النمو الفعلي و المستدام في جميع المصارف كان موجبا و هذا يشير الى وجود فرص استثمارية غير مستغلة من قبل المصارف و هي قليلة الاحتياج للاموال الخارجية لتمويل هذه الاستثمارات .

التوصيات	▪ يجب على المصارف عينة البحث استثمار مصادر أموالها الداخلية بشكل افضل لزيادة العوائد الداخلية وتلبية فرص النمو المستقبلية.. ▪ تنويع مصادر التمويل لتقليل تكاليف التمويل .
2- دراسة	(العطوي) 2018
موضوع الدراسة	توظيف مؤشرات تمويل النمو المستدام في الحد من الهشاشة المالية
بلد الدراسة	العراق و الامارات
مدة الدراسة	(2011 – 2015)
حجم العينة	عينة من شركات التأمين في سوق العراق و دبي للأوراق المالية .
هدف الدراسة	معرفة دور مؤشرات تمويل النمو المستدام في التقليل من الهشاشة المالية
الفرضيات	▪ توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية سالبة لمعدل النمو المستدام في الهشاشة المالية . ▪ توجد فروق معنوية بين الشركات العراقية و الإماراتية في مستوى معدل النمو المستدام .
الاستنتاجات	▪ معدل النمو المستدام في الشركات الإماراتية اكبر بكثير من معدل النمو المستدام المتحقق في الشركات العراقية . ▪ مؤشرات تمويل النمو المستدام (النمو الفعلي و المستدام) تؤثر بشكل عكسي في الهشاشة المالية .
التوصيات	▪ توفير التمويل اللازم لتغطية نفقات الموارد التي تلبي النمو المستقبلي و ربطها ضمن استراتيجية اعمال الشركة . ▪ مقارنة مؤشرات النمو المستدام في شركات التأمين مع شركات أخرى للتعرف على أدائها و معالجة الانحرافات فيها او الاستفادة من نجاح الشركات المنافسة .
3- دراسة	(الفقي) 2020
موضوع الدراسة	انعكاس العلاقة بين هيكل الملكية و مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام .
بلد الدراسة	مصر
مدة الدراسة	(2016-2018)
حجم العينة	عينة من شركات الاستثمار العقاري المدرجة بالبورصة المصرية .

هدف الدراسة	تحليل و قياس انعكاس العلاقة بين هيكل الملكية و مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام .
الفرضيات	▪ لا تؤثر العلاقة بين هيكل الملكية و مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام .
الاستنتاجات	▪ يوجد تأثير إيجابي معنوي للعلاقة بين هيكل الملكية و مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام .
التوصيات	▪ تحديد معدل النمو المستدام ومقارنته مع معدل النمو الفعلي وتحديد الفجوة المالية.

جدول (1-4) بعض الدراسات السابقة المتعلقة بالمرونة المالية

1- دراسة	(الطائي و الجبوري) 2017
موضوع الدراسة	المرونة المالية و تأثيرها في الحد من هشاشة النظام المصرفي
بلد الدراسة	العراق
مدة الدراسة	(2005 – 2015)
حجم العينة	عينة من المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .
هدف الدراسة	تسعى الدراسة الى معرفة مدى ممارسة المصارف التجارية للمرونة المالية للتأثير في الحد من هشاشة النظام المصرفي .
الفرضيات	توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية للمرونة المالية (الموجودات النقدية , قابلية الدين , صافي التدفق النقدي) في هشاشة النظام المصرفي .
الاستنتاجات	▪ ان اعتماد المصارف المبحوثة على سياسة مالية مرنة يزيد من قدرتها على مواجهة الصدمات الخارجية و تحقيق مستويات مقبولة من العائد سواء كان على مستوى الموجودات او حق الملكية . ▪ ان حفاظ المصارف على موجودات سائلة أو موجودات يمكن تحويلها الى نقد بسرعة يجعلها اكثر قدرة على مواجهة خطر الإفلاس .

	▪ ان قدرة المصارف على الاقتراض من خلال امتلاكها الموجودات التي يمكن تصفيتها بسرعة تساعدها على خلق وضع مالي ملائم لتلك المصارف . ▪ ان قيام المصارف بتوفير صافي تدفق نقدي يقلل من مستويات ضعف النظام المالي لها . ▪ ان الموجودات النقدية و قابلية الدين للمصارف تؤدي الى رفع القيمة السوقية لحق الملكية .
التوصيات	▪ ضرورة تبني المصارف لمؤشرات المرونة المالية من اجل ضمان مستقبلها و ذلك من خلال الاحتجاز بالنقد و ما يعادله و تعزيز قابلية الدين و التدفق النقدي . ▪ تعزيز العائد على مستوى الموجودات و حق الملكية .
2- دراسة	(إبراهيم و عبد الستار) 2019
موضوع الدراسة	تأثير كفاءة إدارة رأس المال العامل و المرونة المالية في فجوة النمو المستديم .
بلد الدراسة	العراق
مدة الدراسة	(2005 – 2014)
حجم العينة	عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .
هدف الدراسة	تسعى الدراسة الى بيان اثر المرونة المالية للشركة في فجوة النمو المستديم .
الفرضيات	▪ لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية للمرونة المالية في معدل النمو الفعلي . ▪ لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية للمرونة المالية في معدل النمو المستديم . ▪ لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية للمرونة المالية في فجوة النمو المستديم .
الاستنتاجات	▪ تؤثر المرونة المالية بدرجات متفاوتة لكل من السيولة النقدية و الرافعة المالية على معدل النمو الفعلي و ذلك بسبب الضروف

	الاقتصادية غير المستقرة و التي تؤثر على مستويات النقد لدى الشركات .
التوصيات	▪ ضرورة الموازنة بين هدفي الربحية و السيولة باعتبارهما هدفين متلازمين , أي تجنب السيولة الزائدة , و توجيه استثماراتها الى الغايات الأساسية التي قامت من اجلها دون المبالغة في التوسع على حساب السيولة . ▪ ضرورة قيام الشركات العراقية بتحسين قدرتها على تحقيق الإيرادات النقدية من الذمم المدينة باعتبارها استراتيجية تضمن لها البقاء , و النمو في مجال الاعمال .
3- دراسة	(Yasir & Alabassi) 2020
موضوع الدراسة	The role of financial flexibility in facing the financial failure caused by the corona pandemic . دور المرونة المالية في مواجهة الفشل المالي الناجم عن وباء كورونا
بلد الدراسة	العراق
مدة الدراسة	(2018 – 2010)
حجم العينة	عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .
هدف الدراسة	قياس اثر المرونة المالية على الفشل المالي الناجم عن جائحة كورونا .
الفرضيات	توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين المرونة المالية والفشل المالي.
الاستنتاجات	أظهرت الدراسة ان هناك اثر سلبي للمرونة المالية (قابلية الدين و الموجودات النقدية و صافي التدفق النقدي) في الفشل المالي للشركات الصناعية .
التوصيات	▪ زيادة قابلية الدين لمواجهة الظروف السلبية مثل انخفاض أسعار الأسهم . ▪ الحفاظ على ارصدة نقدية يسهل تحويلها الى نقود بسرعة لتجنب مخاطر السيولة . ▪ تبني أساليب التنبؤ الحديثة لقياس الفشل المالي لاتخاذ الإجراءات اللازمة في اطار زيادة المرونة المالية .

	▪ تحديد المستويات المستهدفة للرافعة المالية و عدم تجاوز هذه المستويات لان ذلك يزيد من مخاطر التخلف عن السداد .

ثانيا : الدراسات الأجنبية

جدول (1-5) بعض الدراسات السابقة المتعلقة بمعدل النمو الفعلي و المستدام

1- دراسة	2018 (Mukherjee & Sen)
موضوع الدراسة	Sustainable growth rate and its determinants . معدل النمو المستدام و محدداته .
بلد الدراسة	الهند
مدة الدراسة	(2015 – 2011)
حجم العينة	عينة من الشركات المدرجة في بورصة NSE .
هدف الدراسة	▪ تحديد معدل النمو المستدام و محدداته في الشركات المختارة . ▪ تحليل العلاقة بين السيولة و الربحية و الرافعة المالية مع معدل النمو المستدام للشركة .
الفرضيات	وجود علاقة بين السيولة و الربحية و الرافعة المالية مع معدل النمو المستدام .
الاستنتاجات	▪ هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين السيولة و الربحية و الرافعة المالية مع معدل النمو المستدام للشركات . ▪ اهم المحددات و العوامل المؤثرة على معدل النمو المستدام للشركة هي السيولة و الربحية و الرفع المالي .
التوصيات	▪ تحليل النسب التقليدية للشركة مثل نسبة السيولة و غيرها . ▪ قياس العائد على الموجودات و العائد على حق الملكية . ▪ اجراء المزيد من البحوث مع الاخذ في بالاعتبار عوامل أخرى مثل هيكل رأس المال و إدارة رأس المال , و نسبة توزيع الأرباح , و سعر السهم و القدرة على توليد النقد .
2- دراسة	2018 (Sahin & Ergun)
موضوع الدراسة	Financial sustainable growth rate and financial ratios .

	معدل النمو المستدام و النسب المالية .
بلد الدراسة	تركيا
مدة الدراسة	(2013 – 2015)
حجم العينة	عينة من شركات التصنيع المدرجة في بورصة إسطنبول .
هدف الدراسة	تحديد العلاقة بين معدل النمو المستدام و النسب المالية .
الفرضيات	وجود علاقة بين متغيرات الربحية و الفرق بين معدل النمو المستدام و معدل النمو الفعلي .
الاستنتاجات	اثبتت الدراسة ان هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الربحية (العائد على الموجودات و العائد على حق الملكية) و الفرق بين معدل النمو المستدام و معدل النمو الفعلي , فمع ارتفاع الفرق بين المعدلين ينخفض العائد على الموجودات و العائد على حق الملكية .
التوصيات	زيادة الربحية او معدل الاحتجاز او استخدام الديون من اجل تحسين SGR .
3- دراسة	(Steblyanskaya) 2019
موضوع الدراسة	Russian gas companies financial strategy considering sustainable growth . الاستراتيجية المالية لشركات الغاز الروسية التي تأخذ بالاعتبار النمو المستدام .
بلد الدراسة	روسيا
مدة الدراسة	(2005-2016)
حجم العينة	اكبر اربع شركات غاز روسية
هدف الدراسة	تسعى الدراسة الى تحديد العلاقة بين النمو المستدام و الاستراتيجية المالية لشركات الغاز الروسية .
الفرضيات	▪ شركات الغاز الروسية لديها استراتيجية نمو مالي مشتركة . ▪ يوفر معدل النمو المستدام نتائج مماثلة و له علاقة إيجابية مع معاملات شركات سوق الغاز الروسية المفترضة لنظام مؤشرات الاستدامة المالية .
الاستنتاجات	▪ المؤشرات البيئية تؤثر على معدل النمو المستدام .

	▪ دوران الموجودات و هامش الربح و نسبة الديون الى حقوق الملكية و سياسة توزيع الأرباح تؤثر على معدل النمو المستدام .
التوصيات	▪ تشكيل هيكل رأس المال و الاستراتيجية المالية المتعلقة بالنمو المستدام للشركات . ▪ تحسين نظام مؤشرات الاستدامة المالية (FSIS) . ▪ زيادة الانتباه اللى محددات الطاقة , المجتمع و البيئة الت تساهم في النمو المستدام .

جدول (1-6) بعض الدراسات السابقة المتعلقة بالمرونة المالية

1- دراسة	2015 (Wara)
موضوع الدراسة	The relationship between financial flexibility and dividend payouts . العلاقة بين المرونة المالية و توزيعات الأرباح .
بلد الدراسة	كينيا
مدة الدراسة	(2012 – 2008)
حجم العينة	40 شركة من الشركات المدرجة في بورصة نيروبي .
هدف الدراسة	تسعى الدراسة الى تحديد العلاقة بين المرونة المالية و سياسة توزيع الأرباح .
الفرضيات	▪ توجد علاقة بين المرونة المالية و سياسة توزيع الأرباح . ▪ الشركات التي لديها مرونة مالية مرتفعة لديها مدفوعات اقل من الأرباح .
الاستنتاجات	▪ أظهرت الدراسة ان هناك علاقة بين المرونة المالية و سياسة توزيع الأرباح . ▪ ان قيمة المرونة المالية للشركة لها تأثير قوي على سياسة الدفع , فكلما ازدادت هذه القيمة انخفض مقدار الأرباح الموزعة .
التوصيات	▪ على كل من الاكاديميين و المدراء مراعاة المرونة المالية في قرارات سياسة توزيع الأرباح .

	▪ يجب على أسواق رأس المال ان تتوصل الى اليات تضمن عدم عرقلة النمو في الشركات ذات المرونة المالية العالية لانها تؤثر على سلوك الشركات . ▪ يجب ان تتضمن البحوث المستقبلية المزيد من الاهتمام في تأثير المرونة المالية على الاستثمار و هيكل رأس المال .
2- دراسة	2017 (Setianto & Kusumaputra)
موضوع الدراسة	Corporate financial flexibility , Investment activities , And cash holding . المرونة المالية للشركات و انشطة الاستثمار و الأرصدة النقدية .
بلد الدراسة	اندونيسيا
مدة الدراسة	(2011 – 2015)
حجم العينة	شركات التصنيع المدرجة في البورصة الاندونيسية .
هدف الدراسة	▪ تسعى الدراسة الى معرفة تأثير المرونة المالية على أنشطة الاستثمار. ▪ كيفية تحديد المرونة المالية لحساسية الأنشطة الاستثمارية للتدفق النقدي.
الفرضيات	▪ المرونة المالية تزيد من قدرة الاستثمار للشركات . ▪ المرونة المالية تقلل من حساسية الاستثمار مقابل التدفقات النقدية الثابتة . ▪ تمتلك الشركات المرنة ماليا ارصدة نقدية اعلى من الشركات الأقل مرونة من الناحية المالية .
الاستنتاجات	▪ المرونة المالية تعزز القدرة الاستثمارية للشركات و تقلل من حساسية الأنشطة الاستثمارية للتدفق النقدي . ▪ الشركات المرنة ماليا تميل الى الاحتجاز بمستوى اعلى من النقد اكثر من الشركات غير المرنة ماليا , وذلك للتعامل بشكل افضل مع نقص الأرباح و بالتالي تجنب نقص الاستثمار .

التوصيات	▪ زيادة التمويل من اجل توسيع الشركات . ▪ الحفاظ على مستوى منخفض من الديون لزيادة المرونة المالية .

ثانياً : الاستفادة من الدراسات السابقة و موقع الدراسة الحالية منها :

ان دراسة الاسهامات العلمية السابقة تبين متغيرات في غاية الأهمية في الفكر المالي , حيث توضح الترابط بين مجموعة من المتغيرات و المرونة المالية بهدف معالجة المشكلات التي تعاني منها الشركات . حيث توزعت بين دراسات اجنبية و عربية وصل عددها الى (11) دراسة موزعة على محورين , يغطي المحور الأول الدراسات السابقة الخاصة بمعدل النمو الفعلي والمستدام و يشمل (6). دراسات . أما المحور الثاني فيشمل الدراسات المتعلقة بالمرونة المالية و يتضمن (5) دراسات . و بحسب اطلاع الباحثة و بالاعتماد على الادبيات المتعلقة بمتغيرات الدراسة لا توجد اية دراسة تتناول تأثير معدل النمو الفعلي و المستدام في المرونة المالية .

وفيما يلي اهم اوجة الاستفادة باعتماد ما ذكر في الدراسات السابقة و بقدر تعلق الامر بالدراسة الحالية :

1. أسهمت الدراسات السابقة في تكوين تصور شامل و دقيق عن المتغيرات من حيث البناء النظري , حيث تبين هذه الدراسات اراء وأفكار الباحثين عن المتغيرات التي تتم دراستها حاليا .
2. الدراسات السابقة تباينت من حيث طبيعة العينات و احجامها و اهداف الدراسات و نتائجها.
3. تحفيز الباحثة على اختيار عينة الدراسة الحالية من خلال الاطلاع على عينة الدراسات السابقة و الاستفادة منها و كذلك تحديد مجتمع الدراسة .
4. جميع الدراسات السابقة تناولت موضوع معدل النمو الفعلي و المستدام او موضوع المرونة المالية بشكل منفرد (كلا على حده) بينما تكاملت هذه الدراسة لتشمل جمع المتغيرات .
5. الاستفادة من أساليب التحليل الاحصائي المعتمدة في الداسات السابقة .

أما ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة فيمكن اجماله فيما يلي :

1. تمثل الدراسة الحالية منظور متكامل يوضح معدل النمو الفعلي والمستدام و المرونة المالية التي تعاني منها الشركات العراقية وهذا الامر لم تتطرق له أية دراسة سابقة .

2. بينت الدراسة الحالية الاسهامات الفكرية الحديثة حول معدل النمو الفعلي و المستدام و المرونة المالية , و كذلك متطلبات تحقيقها وأساليب قياسها .

الفصل الثاني : الجانب النظري للدراسة

المبحث الأول : معدل النمو الفعلي

المبحث الثاني : معدل النمو المستدام

المبحث الثالث : المرونة المالية

المبحث الاول : معدل النمو الفعلي (Actual Growth Rate)

أولا : تمهيد :-

يمثل النمو المرتكز الاساس الذي يعكس رغبة الشركة بتحقيق النمو و زيادة قيمتها من خلال تخصيص الموارد والاهتمام باستمرار بهدف زيادة نمو الشركة , فضلا عن انه يهدف باستمرار إلى تحقيق حصة أعلى من المتوسط في السوق و المبيعات ، اضافة الى تقديم مساهمة فوق المتوسط لأداء السوق في الشركة , فممارسة التنفيذ المتزامن للاستراتيجيات المؤيدة للنمو تزيد من القيمة الإجمالية للشركة (Han,2007:48-50).

اضاف (Barbera et al,2019:247) ان غالبا ما يتأثر تحديد الحد الاقصى لمعدل النمو بالعديد من المتغيرات التي تؤثر بشكل مباشر على معدلات نمو الشركة. ان معدل النمو لدى الشركة يسهم في احداث تغيير في مهارات ومعرفة الشركة واستثمار الفرص وتجنب التهديدات التي تواجهها (Nordholt et al,2017:2 ; Liu et al,2017:199).

ويرى (Tan et al,2019:1 ; Kojima et al,2020:1) أن معدل النمو يمثل إحدى السمات الاقتصادية الرئيسة التي تسهم في تحقيق التوازن بين متطلبات الشركة الخاصة بالموارد الملموسة وغير الملموسة , توصل (Zhu& Dai,2018:455) الى ان معدل النمو يمثل عامل مهم في تعزيز قدرة الشركة التنافسية, فضلا عن تعزيز قابلياتها بشكل ايجابي في إدارة متطلباتها السوقية.

ثانيا :-مفهوم معدل النمو الفعلي :-

تشير معدلات النمو إلى النسبة المئوية للتغير لمتغير محدد خلال فترة زمنية محددة, بالنسبة للمستثمرين تمثل معدلات النمو عادة معدل النمو السنوي لإيرادات الشركة والأرباح او الناتج المحلي الإجمالي والمبيعات , وفي أبسط مستوياتها يتم استخدام معدلات النمو للتعبير عن التغيير السنوي في متغير كنسبة مئوية, ويمثل معدل النمو الفعلي إمكانية نمو الشركة في السنة من دون التمويل الخارجي (Ito,2016:1) . فمعدل النمو الفعلي يختلف عن معدل النمو المستدام غير المتسق مع سياسة مالية ثابته , وبالتالي فان معدل النمو الفعلي يمثل معدل النمو الذي يقل عن معدل النمو المستدام اذا كان لدى الشركة ما يكفي من راس المال لتلبية متطلباتها الاستثمارية وتدعو الى زيادة الموجودات السائلة او تخفيض الرافعة المالية او الزيادة في الارباح نسبة الى المعدلات المحسوبة والحقيقية (Amouzesh et al,2011:251).

بين (León-Ledesma& Thirlwall,2007:2 ; León-Ledesma& Thirlwall,2000:32 ; Lanzafame,2010:23) ان العلاقة بين معدل النمو الطبيعي و الفعلي علاقة عكسية, إذ ان زيادة معدل النمو الفعلي يؤدي الى انخفاض معدل النمو الطبيعي والعكس صحيح . وصرح (ابراهيم وعبد الستار, 84:2019) أن معدل النمو الفعلي يشير الى اقصى نسبة للنمو تستطيع الشركة بلوغه بدون اللجوء الى تمويل خارجي.

فالنمو الفعلي (المخطط) يشير الى ذلك النمو الذي يحدث بتدخل الشركة بوضع عملية تخطيط شاملة لموارد ومتطلبات المجتمع, وترتبط قوة فاعلية هذا النمط ارتباطا وثيقا بقدرات المخططين وواقعية الخطط المرسومة, كما ويرتبط كذلك بفاعلية التنفيذ والمتابعة في عملية التخطيط في المستويات كافة , حيث إن دراسات التخطيط الاقتصادية تُعد علما حيث المنشأ نسبيا, فقد أصبح التخطيط نشاط واسع تمارسه شركات عديدة, فضلا عن رسم سياسات الطلب الفاعل وتحقيق العمالة الكاملة على وفق النظرية الكينزية لمعالجة الأزمات التي تلحق بمستويات النشاط الاقتصادي (علي وعبيد, 191:2020). وبين (Poliduts&Kapkaev,2015:63) ان النمو الفعلي هو المستوى الحقيقي للنمو الاقتصادي .

ثالثاً :- أهمية معدل النمو الفعلي :-

تتجلى أهمية معدل النمو الفعلي في النقاط التالية:-

1. تطوير قابليات الشركات عندما يكون اقل من معدل النمو المتوقع, من خلال القيام بتعديل المؤشرات والبرامج المستعملة (Fuchs&Fuchs,2001:6).
2. تحقيق التوازن بين المعدلات المالية العالية (Moran,1997:151).
3. تحسين الكفاءة التشغيلية للشركة بما في ذلك تحسين الانتاج وكفاءة التكلفة .
4. تغيير سياسات الشركة المالية من خلال انخفاض نسبة التعويضات المحسوبة .
5. زيادة الرافعة المالية للشركة (Hailu & Goddard, 2009:121) .
6. إذا كان معدل النمو الفعلي اعلى من المعدل الطبيعي سوف تنخفض البطالة (Felipe et al,2014:6).
7. ان انخفاض معدل النمو الفعلي يؤدي الى تحفيز الشركات على تعزيز النمو المستدام الخاص بها (Bajo-Rubio& Díaz-Roldán,2015:619).

رابعاً :-العوامل المؤثرة على معدل النمو الفعلي :-

هنالك مجموعة من العوامل التي تؤثر على معدل النمو الفعلي ولعل اهم هذه العوامل تنحصر في:-

1. يتأثر معدل النمو الفعلي في الغالب بالمناخ الخاص في الشركة والموارد المتاحة (Tucker,1992:280).

2 . يتأثر معدل النمو الفعلي بمعدل النمو الانتاجي, إذ تُعد الشركة جيدة وذات سمعه حسنة عندما يتم تحقيق توازن بين معدل النمو الفعلي ومعدل النمو الانتاجي الخاص بها, وعندما يحدث العكس أي عندما يكون النمو الفعلي أقل من النمو الانتاجي فإن هذا يعود بشكل سلبي على أسهم الشركة (Halicioglu,2012:6).

3. ان ارتفاع جودة رأس المال يؤدي الى تجاهل معدل النمو الفعلي, اذ انها سوف تطغى على معدل النمو الفعلي, نتيجة تحقيق مردودات عالية للشركة (Kanamori,1972:157).

4 . يتأثر معدل النمو الفعلي بمعدل النمو المحتمل , اذ ان حالة التوازن بين معدل النمو الفعلي و معدل النمو المحتمل يؤدي الى خلق نوع معين من النمو الاقتصادي المستقر , اما في حالة عدم استقرار معدل النمو المحتمل فان ذلك يؤدي الى التأثير على معدل النمو الفعلي أما في الإنخفاض أو الإرتفاع , وبالتالي فان هذا الامر يؤدي الى خلق نمو اقتصادي غير مستقر (Zuxin,2010:31).

5.ان انخفاض معدل النمو الفعلي بنسبة اقل من المعدل الطبيعي يؤدي الى ارتفاع معدلات البطالة لدى الشركات وانخفاض موارد الشركة (Felipe et al,2014:6) .

6. شعور المستثمرين المحتملين والحاليين بخيبة الامل في حالة ارتفاع معدل النمو الفعلي بنسبة اعلى من المعدل المقترح, وبالتالي يجب على الشركة ان تعمل على اتباع سيناريوهات تعمل في المحافظة على معدل النمو دون المساومة بسياساتها الداخلية, الامر الذي يؤدي الى انخفاض الارباح وحدوث ردود فعل سلبيه على سمعة الشركة (Bruton,1993:188).

خامساً :-محددات معدل النمو الفعلي :-

هنالك عدة محددات تنحصر ضمن معدل النمو الفعلي والتي يمكن من خلالها الحد من اداءه, وهذه المحددات تنعكس في (Thirlwall,2007:454) :-

1. انهيار الأسعار : ان تراجع الطلب الفعلي في البلدان الاستهلاكية يؤدي الى انهيار الاسعار, الامر الذي يؤدي الى انخفاض مستوى الدخل والطلب الفعلي في البلدان المنتجة للمواد الخام , كما ان بعض السلع يمكن المحافظة عليها عادة في المخازن , وبالتالي في فترة انهيار الاسعار فان هذا يؤدي الى خسارة الشركة مبالغ طائلة (Heizer et al,2016:11) .

2. الانكماش : ان حدوث ركود وانكماش اقتصادي يؤدي الى انخفاض معدل النمو الفعلي (Gatauwa et al,2017:22).
3. التقلب : ان زيادة تقلب أسعار السلع الحقيقية تؤثر على معدل النمو الفعلي , ففي حالة انخفاض الاسعار يؤدي الامر الى انخفاض القدرة الشرائية لمنتجي المنتجات الأولية (Thirlwall,2007:454) .
4. عدم الاستقرار الاقتصادي : ان حدوث خلل في استقرار الاقتصاد الكلي يؤدي الى عدم استقرار معدل النمو الفعلي .
5. المخاطرة : حدوث عواقب ومشاكل في الشروط الموضوعة للتجارة والدخل الحقيقي والمركز المالي للشركة , فادارة المخاطر تعرف بانها عملية مستمرة لتطبيق استراتيجية استباقية للتخطيط والقيادة والتنظيم والسيطرة على المخاطر التي يتعرض لها المصرف على الامد القصير والطويل (Kanchu&Kumar,2013:145) , وبدوره أشار (Drigă,2012:164) إلى أن إدارة المخاطر عباره عن عملية مستمرة لتحديد وقياس ومراقبة كل نوع من انواع المخاطرة المالية التي يتعرض لها المصرف من خلال اتباع مدخل متكامل ومترابط لجميع المخاطر مع المراقبة المنتظمة التي تمكن المديرين وبشكل استباقي من إدارة محافظهم الخاصة , واتخاذ الاجراءات التصحيحية عند الضرورة .

الشكل (1-2) محددات معدل النمو الفعلي

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على الادبيات السابقة

سادساً:-قياس معدل النمو الفعلي :-

هنالك عدة مقاييس يمكن من خلالها قياس معدل النمو الفعلي , منها (Amouzesh et al,2011:251) ; (Vandendriessche,2000:6):

1-معدل العائد على الموجودات :-

يمكن حساب معدل النمو الفعلي نسبة الى معدل العائد على الموجودات ونسبة الاحتجاز, من خلال اتباع صيغة المعادلة رقم (1) .

2-معدل النمو المستدام

يتم حساب معدل النمو الفعلي من خلال معدل النمو المستدام من خلال تخفيضه وفقا للعوامل التي تحددها الشركة (De Willigen & Van Noordwijk,1989:147) وذلك وفقا للمعادلة الاتية :-

$$GR_o = PGR_o \times E_{timit} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (6)$$

حيث ان:

GR_o = معدل النمو الفعلي

PGR_o = معدل النمو المستدام

E_{timit} = العوامل الداخلة في التحليل وقيمتها تتراوح بين (0 – 1)

سابعاً:-متطلبات تحقيق معدل النمو الفعلي :-

يشير معدل النمو الفعلي للشركة الى مدى فاعلية الشركة في استخدام الموجودات والارباح المحتجزة في تمويل النمو أي التوسع بالاستفادة من الفرص المتاحة والمربحة بالاعتماد على التمويل الداخلي لها (Amouzesh et al,2011:251), وبالتالي فان معظم الشركات ترغب في تحقيق التوازن بين معدل النمو المستدام ومعدل النمو الفعلي من اجل تحقيق المزيد من النمو والارباح واحتجاز نسبة منها, اذ ان تراكم الارباح المحتجزة يسهم في زيادة حقوق ملكيتها, الامر الذي يعزز من ثقة الدائنين وزيادة المرونة المالية من اجل الحصول على اكبر دين ممكن يسهم في مساعدة الشركة على زيادة قدرتها على الاستثمار وتحقيق عائد على الموجودات, الامر الذي يعزز ملكيتها من اجل ضمان معدل نمو مستدام اكبر من معدل النمو الفعلي (Raiyani,2011:118).

وعليه يتطلب معدل النمو الفعلي مجموعة من المتطلبات من اجل ضمان تحقيقه والتي تتمثل في (قدره الشركة على الاستثمار , وثقة الدائنين في الشركة , وسياسة مالية عالية المستوى , والارباح المحتجزة , والاسهم و السندات التي تمتلكها الشركة , والمرونة العالية) وسنوجز تفاصيلها في الاتي:

1-قدره الشركة على الاستثمار :-

إن رأس المال الاستثماري للشركات يمثل واحد من أكثر الطرائق الفاعلة لتمويل الشركات المنشأة حديثًا ، والتي لا يمكنها الوصول إلى أنواع أخرى من الاستثمار الخارجي , مثلا يعد الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات امرا مهما بسبب قدرته على تعزيز القيمة السوقية للشركة و التي تعتبر أمر حيوي للمحافظة على استمرارية الشركة وازدهارها و هي نتيجة ذات أهمية كبيرة لكبار المدراء و أصحاب المصلحة الاخرين , اما الفشل في الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات فانه يؤثر على عمليات الشركة بطرق يمكن أن تؤثر سلبًا على قيمتها السوقية (Guo&Jiang,2013:375).

بينما تتمثل الاسباب التي تودي بالشركة الى الاستثمار من اجل زيادة معدل النمو الفعلي, في النقاط التالية (Hallen&Eisenhardt,2012:38):-

- تكون علاقات الاستثمار مهمة لانها تنشر الموارد الحيوية، وتؤثر على البقاء ، وتشكل بنية الصناعة ، وتحفز احتمالية الاستحواذ .
- التكافؤ يعد أمر مهم لأن المشاريع غالباً ما تمتلك موهبة إدارية نادرة وتحتاج إلى الموارد بسرعة.
- عند الاستثمار في الاوراق المالية يكون هناك اختلافًا كبيرًا في تكوين علاقات الاستثمار، فمن المحتمل أن يكون هناك اختلاف مفيد في كيفية تكوين الشركات للعلاقات مع الاخرين.
- يسعى المديرين التنفيذيين للمشروع عادة الى بناء علاقات استثمارية جديدة في كل مره يقومون بالاستثمار، الامر الذي يمكننا من تتبع الاختلاف داخل الشركة (وكذلك عبر الشركات) لفهم كيفية محاولة المديرين التنفيذيين تكوين العلاقات مع الاخرين.

2-ثقة الدائنين :-

تنعكس ثقة الدائنين في المترددين على الشركة والذين اما يكونوا على شكل زبائن او مستثمرين, اذ يرتبط بناء الثقة بين الشركة والزبون ارتباطاً وثيقاً بالاهتمام بتطوير العلاقات مع الزبائن والوفاء بمتطلبات الزبون على مدار الوقت (Doma,2013:73). إذ أن الفهم الدقيق لطبيعة الثقة و الاسهام

الذي تقدمة لتعزيز الولاء له اثراً كبيراً على تطوير علاقات وخدمات ناجحة مع الزبائن الامر الذي سوف يؤدي الى كسب رضاهم تجاه خدمات المنظمة (Rauyruen et al,2007:23). وهنا تمثل الثقة عاملاً حاسماً للنجاح في علاقات الخدمة الناجحة (Parasuraman et al,1985:45 ; Nyadzayo&Khajehzadeh,2016: 263).

ويرى (Pérez&Rodriguez,2015:19) انه من أجل المحافظة على العلاقة مع زبائن الشركة لا بد من تعزيز ثقتهم من خلال تعزيز رضاهم على أساس مبادرات المسؤولية الاجتماعية للمنظمة الموجهة إلى تعزيز إجراءات الامتثال لشكاوى الدائنين , وبدوره بين (Martínez&del,2013:91) ان الثقة هي الاعتقاد بأن المنتج أو مزود الخدمة يمكن الاعتماد عليه للتصرف بطريقة تجعل مصالح الدائنين طويلة الامد.

3-السياسة المالية التي تتبعها الشركة :-

إن السياسة المالية هي بلا شك واحدة من الأدوات ذات القيمة العالية التي تستخدمها الشركة لتتبع وتحقيق استقرار الاقتصاد الكلي لاقتصاد معظم البلدان النامية, اذ إن السياسة النقدية مرادفة للسياسة المالية لأنها الأداة التي يستخدمها البنك المركزي لمراقبة المعروض النقدي في الاقتصاد والتأثير عليه, وبالتالي يتم تنفيذ السياسة المالية في جوهرها من خلال ميزانية الحكومة، حيث تكون الميزانية أداة من أدوات السياسة المالية (Nwankwo et al,2017:1-2).

بين (Dhital et al ,2020:1-2) ان السياسة المالية النشطة تعمل على تحديد السلطة المالية لجميع حالات العجز المالي الحالية والمستقبلية وتتفاعل مع البنك المركزي من اجل تحديد معدل النمو الفعلي للاموال و العمل اللازم من اجل تحقيق التوازن في ميزانية الشركة. وبالتالي تظهر السياسة المالية القدرة على دعم استقرار الاقتصاد الكلي في البلد (Degiannakis et al,2016:551).

واشار (Wang,2019:2051-2054) إلى أن السياسة المالية هي سياسة اقتصادية تستخدم فيها الدولة أو الحكومة أدوات مالية مختلفة لتحقيق أهداف مالية معينة, اذ يعتقد معظم الباحثين ان السياسة المالية الاستباقية هي وسيلة للحكومة لتحقيق نمو اقتصادي مستقر من خلال سياسات مالية نشطة , فمعظم وسائل التوسع الاقتصادي هي العجز المالي والالتزامات الحكومية, فإذا لم يكن هناك حد للتوسع ، فسوف تنشأ مخاطر التضخم, وبالتالي قد يكون لدى الحكومة درجة معينة من مخاطر التضخم في حالة السياسة المالية الاستباقية.

4-الارباح المحتجزة (Retained Earnings)

تمثل الارباح المحتجزة مقسوم الارباح الذي تستقطعه الشركة من حصة المستثمرين (Supriyanto& Darmawan,2018:116), والذي تستعمله في استثمار ونمو عملياتها (Zhang& He,2019:549), فالأرباح المحتجزة هي قيمة مالية مهمة جدًا لمستثمري الشركة ، وبشكل أساسي يميل المستثمرون إلى إيلاء معظم الاهتمام للأرباح المبلغ عنها أيضًا ، مما يعلق أهمية على ما تفعله الشركة بهذه الأموال , فلطالما كان قلق المستثمرين في الأسهم على قدرة الشركات على توليد التدفقات النقدية المستقبلية وتحسين ثروة المساهمين , ففي الممارسة العملية ، توزع الشركات أجزاء من الأرباح على المساهمين في شكل مقسوم أرباح وما يعاد استثماره (الأرباح المحتجزة) في العمل ، وكانت مخاوف المستثمرين الأذكياء هي النظر عن كثب في كيفية وضع الشركة لرأس المال المحتفظ به للاستخدام وتوليد عائد عليه (Yemi& Seriki,2018:483).

وتوصل (Athanasakou & Athanassakos, 2019:169) الى ان الارباح المحتجزة تسهم في قياس القدرة التنبؤية للسوق من خلال عوائد الاسهم, فالأرباح المحتجزة تعمل للتأثير على نمو القيمة كونها تمثل جزء أساسي من القيمة الدفترية لحقوق الملكية, فضلا عن هذا فان الارباح المحتجزة تعكس آثار السلطة الإدارية على الأرباح المبلغ عنها, الامر الذي يعني أن الارباح المحتجزة لها دور تدريجي في تشكيل العائدات المتوقعة للقيمة مقابل مخزون النمو.

واشار (Rafindadi& Bello, 2019:49) إلى أن الأرباح المحتجزة هي أفضل مصدر للاستثمار طويل الأجل لأنها متاحة بسهولة وبدون تكلفة على الشركة, وذلك بسبب عدم وجود تكاليف تعويم في استخدام الأرباح المحتجزة لتمويل استثمارات جديدة.

وبين (Koussis et al,2017:23) ان الارباح المحتجزة تسهم في تعزيز احتمالية ممارسة خيار النمو (عن طريق خفض تكاليف التمويل الخارجية) , فضلا عن السماح للشركة بالبقاء كمنشأة مستمرة من خلال تمويل العجز المؤقت في التشغيل. وبدورة صرح (عبدالقادر, 2015 : 9) ان الارباح المحتجزة تتمثل في النتيجة الصافية بعد اجراء توزيعات الارباح على المساهمين والعمال أي الارباح غير الموزعة التي تحتفظ بها المؤسسة كاحتياطات تبقى تحت تصرفها .

5-الاسهم و السندات :-

تُعد الاسهم العادية من اكثر الاوراق المالية إنتشاراً, فهي ترتب على الشركة المصدرة لها بعض الالتزامات (Katagiri,2011:8) . ويرى (Buigut et al,2013:29) ان الاسهم تمثل أحد

الوسائل الرئيسة للتمويل طويل الامد في الشركة, فالشركة المساهمة تعتمد اعتمادا يكاد يكون تاما على اصدار الاسهم العادية للحصول على التمويل اللازم لها خاصة عند التأسيس.

بينما صرح (قيرة,41:2018) ان السند يمثل صك مديونية تصدره الشركات ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق, كما يعطيه الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية, بمعنى اخر ان السندات تعتبر عقد او اتفاق بين الشركة (المقترض) والمستثمر (المقرض), وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم المستثمر بإقراض مبلغ معين الى الشركة, التي تتعهد بدورها برد اصل القرض والفائدة, في تواريخ متفق عليها, وللسندات قيمة اسمية, سعر اصدار وقيمة سوقية وفي الحالات التي يتم اصدارها بسعر يقل عن القيمة الاسمية يشكل الفرق بين القيمتين ما يعرف بعلاوة الإصدار .

للسندات مجموعة من الخصائص المهمة التي تتميز بها, وهي (قيرة,41:2018):-

أ. معدل الفائدة (الكوبون): والذي عادة ما يكون ثابت و لكن قد يكون معدل الفائدة متغير .

ب. القيمة الاسمية: وهي ذلك المبلغ الذي تحسب على اساسه الفوائد.

ت. سعر الاصدار: وهو السعر الذي يباع به السند في السوق المالي الاولي لأول مرة, ويمكن ان يكون هذا السعر مطابق للقيمة الاسمية للسند كما قد يكون أقل منه , وذلك لزيادة جاذبية السند في السوق.

ث. علاوة الاصدار: وهي الفرق بين القيمة الاسمية للسند وسعر الاصدار في حالة عدم تطابقها.

ج. سعر الاكتتاب: والذي قد يختلف عن سعر الاصدار.

6-المرونة العالية :-

تشير المرونة الى الاسلوب الذي يستعمله العاملين في المنظمة والقائم على اساس القيم والثقافات المشتركة من اجل اداء المهام المطلوبة منهم ووفق ما هو مطلوب , فالمرونة تسهم في مساعدة الشركة في التكيف مع بيئات ديناميكية من خلال تبني مقدرات عالية المستوى (Kamasak et al,2016:128).

واشار (Khuntia et al, 2014: 4) إلى أن المرونة العالية تمكن الشركة من التعامل مع عدم التأكد, والتغيير , الامر الذي يعني اعادة توجيه الموارد تجاه القضايا التي تحول دون تنفيذ اجراءات الشركة . كذلك تسهم في اعادة هيكلة الموارد والقدرات على نحو سريع وفاعل واعادة توجيه الموارد بالشكل الذي يؤدي الى الاستجابة للتغيرات البيئية (Yang et al,2015:2).

وبدورة يرى (Lin et al,2014:98 ; Guo&Cao,2014:273) ان المرونة العالية تمثل مصدراُ مهماً للميزة التنافسية في ظل بيئة تتسم بعدم التأكد ومتغيرة بسرعة. فضلا عن الاستجابة المستمرة للتغيرات البيئية والتكيف معها (Arief et al,2013:47).

الشكل (2-2) متطلبات تحقيق معدل النمو الفعلي

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الأدبيات **السابقة**

المبحث الثاني: معدل النمو المستدام (Sustainable Growth Rate)

أولاً : تمهيد :-

يعود أصل مصطلح الاستدامة إلى علم الايكولوجي حيث استخدمت الاستدامة للتعبير عن تشكل وتطور النظم الديناميكية التي تكون عرضة نتيجة ديناميكيتها إلى تغيرات هيكلية تؤدي إلى حدوث تغير في خصائصها وعناصرها وعلاقات هذه العناصر مع بعضها البعض (Yue et al,2019:475).

واستخدم مفهوم الاستدامة المالية في منتصف التسعينات من القرن الماضي للإشارة الى الازمات التي قد تواجه الدول نتيجة لتزايد عجز الموازنة العامة وارتفاع مستوى الدين العام على المدى الطويل(Chong et al,2016:467).

أما الاستدامة المالية فهي الحالة المالية التي تستخدم فيها الشركة فائض الإيرادات لتحقيق أهدافها بدلاً من توزيعها كأرباح (Kijewska,2016:140)، وتشير الاستدامة المالية إلى قدرة الشركة على الحفاظ على القدرة المالية لها على مر الزمن (Alina et al,2019:3). أو أنها القدرة على بدء أعمال الشركة في التوظيف وتنميتها والحفاظ عليها باستقرار مالي قصير وطويل الامد. تعني الاستدامة بوجه عام إيجاد طريقة لاستخدام الموارد بطريقة تمنع نفادها , وتشمل الاستدامة في السياق غير الربحي مفاهيم الاستدامة المالية، بالإضافة إلى التخطيط لتعاقب القيادات والقدرة على التكيف والتخطيط الاستراتيجي(Hooper,2019:2).

ثانياً: مفهوم معدل النمو المستدام :-

يعتبر معدل النمو المستدام ذو قيمة خاصة لأنه يجمع بين عناصر التشغيل (هامش الربح وكفاءة الموجوات) والعناصر المالية (هيكل رأس المال ومعدل الاحتجاز) في مقياس واحد شامل, وباستخدام النمو المستدام يمكن للمديرين والمستثمرين البدء في قياس ما إذا كانت خطط النمو المستقبلية للشركة واقعية بناءً على أدائها وسياستها الحالية أم لا(Rahim,2017:49). وبهذه الطريقة يمكن لشركة أن تقدم للمديرين والمستثمرين نظرة واضحة حول أدوات نمو الشركات(Chung,2013:84).

تم تطوير مفهوم معدل النمو المستدام في الأصل بواسطة(Higgins,1989) وأوضح أن السياسات المالية للعديد من الشركات قد تتعارض مع هدف نموها, وكدليل لوضع سياسات مالية وأهداف نمو

متوافقة, فأن معدل النمو المستدام هو الحد الأقصى للمعدل الذي يمكن أن ترتفع به مبيعات الشركة دون استنفاد الموارد المالية(Anderson,2011:2).

يمكن تعريف معدل النمو المستدام بأنه النسبة السنوية في زيادة المبيعات بالاتساق مع السياسة المالية المعروفة (النسبة المستهدفة للدين إلى الأسهم، ونسبة توزيع الأرباح المستهدفة، وهامش الربح المستهدف، والنسبة المستهدفة للموجودات الكلية إلى صافي المبيعات) (Chen et al,2013:1206). اذ يوفر هذا المفهوم إطاراً ماليا شاملًا ومعادلة لحالة كل شركة لتقدير حسابات معدل النمو المستدام الخاص بها(Chung et al,2013:84).

ويشير معدل النمو المستدام الى أقصى معدل نمو يمكن للشركة تحقيقه بما يتسق مع السياسة المالية للشركة (Radasanu,2015:63).

ويعرف المخططون الماليون معدل النمو المستدام بانه تعظيم معدل النمو الذي يمكن الشركة من البقاء دون إصدار أو نشر أي حقوق مالية اضافية , أي إن النمو المستدام يضمن للشركة تمويل النمو من الأرباح المدورة وديون إضافية، دون تعديل نسبة الديون للشركة(Kanani et al,2013:660). في حين أن من السهولة فهم وتنفيذ , وتطوير معدل النمو المستدام في شركات راسخة في الصناعات الناضجة، وان النمو المستدام ماليا نادراً ما يمثل الحد الأقصى لسرعة الشركات الناشئة (Mukherjee,2018:2).

وتشير الاستدامة إلى قدرة أي شركة على مواصلة سلوك معين إلى أجل غير مسمى, كما تعرف على أنها قدرة الشركة على تحقيق أو الايفاء بأهدافها طويلة الأمد (Pera,2017:49) , و كذلك تعبر عن قدرة الشركة على الاحتجاز بمستوى معين من تحقيق الربحية والعائد على حقوق الملكية على الامد الطويل, والقدرة على توفير رأس مال كافي لدعم أنشطتها التشغيلية(Zhang et al,2016:237). كما عرفت الاستدامة المالية لفرص النمو على أنها قدرة الشركة على توفير السيولة الكافية في التغلب على تحديات الافلاس, وقدرة الشركة على تغطية التكاليف التي تتحملها الشركة في مرحلة النمو (Jović et al,2016:9).

ويرى(Hung & Liu,2009:201) أن معدل النمو المستدام هو الحد الأقصى لمعدل نمو المبيعات، ويقاس من مستوى المبيعات الأساسية، التي يمكن للشركة دعمه دون أي تمويل لرأ س المال الخارجي الإضافي مع الحفاظ على حقوق المساهمين /الدين . من جانب اخر اشار (Hirsch et al,2016:212) الى ان معدل النمو المستدام هو الحد الأقصى لنسبة الزيادة في المبيعات والتي يمكن تحقيقها على أساس نسبة حقوق المساهمين / الدين ونسبة توزيع الأرباح .

في حين ذكر(Pickett,2008:172) ان معدل النمو المستدام هو النسبة المئوية السنوية لزيادة المبيعات التي تتوافق مع سياسة مالية محددة (نسبة الدين المستهدف إلى حقوق الملكية ، ونسبة توزيع الأرباح المستهدفة ، وهامش الربح المستهدف ، والنسبة المستهدفة من إجمالي الموجودات إلى صافي المبيعات .

ويشير معدل النمو المستدام هو الحد الأقصى لمعدل النمو الذي يمكن لشركة أو مؤسسة اجتماعية تحمله دون الحاجة إلى تمويل النمو من خلال حقوق الملكية أو الديون الإضافية, ويتضمن زيادة المبيعات ونمو الإيرادات إلى أقصى حد دون زيادة الرافعة المالية, كما يمكن أن يساعد تحقيق النمو المستدام للشركة على منع الإفراط في الرفع المالي وتجنب الضائقة المالية(Chen et al,2013:1206). اما (Pandit,2011:2) فيرى ان معدل النمو المستدام هو النمو القابل للتكرار ومسؤول تجاه المجتمعات الحالية والمستقبلية, وهو مفتاح النجاح طويل الأمد لأي نشاط تجاري.

أن معدل النمو المستدام في الشركة هو الحد الأقصى لمعدل النمو الذي يمكن أن تحققه الشركة دون الحاجة إلى زيادة الرافعة المالية أو تمويل الديون, وهذا يعني أنه يمكن تحقيق أقصى معدل نمو بالنظر إلى ربحية الشركة واستخدام الموجودات ودفع توزيعات الأرباح ونسب الديون(Chazireni,2017:6).

اما(Tyrväinen et al,2014:125) فيرى ان النمو المستدام بشكل عام يعني التوازن بين معدل نمو الأعمال وجميع جوانب العمل, اذ يجب أن تحافظ الشركة على معدل نمو دون الإضرار أو خلق مشاكل اقتصادية كبيرة أخرى ، خاصة للأجيال القادمة, ويرى(Ball,2014:151) إن النمو المستدام هو النمو القابل للتحقيق بشكل موثوق والذي يمكن للشركة الاحتجاز به دون مواجهة بعض المشاكل , ففي كثير من الأحيان قد تجد الشركة التي تنمو بسرعة كبيرة أنه من الصعب تمويل النمو, وبالتالي قد يتدهور العمل الذي ينمو ببطء شديد أو لا ينمو على الإطلاق.

ومن خلال ما تقدم يمكن تعريف معدل النمو المستدام على أنه :- معدل النمو الذي يمثل الاكثر واقعية للنمو في أرباح الشركة , بشرط ان لا تغير الشركة هيكل رأس مالها .

ثالثاً:- أهمية معدل النمو المستدام :-

يعد معدل النمو المستدام في سياق الأعمال هو المنصة القصوى أو المعيار القياسي للشركة لزيادة إيرادات الشركة دون تقليل مواردها المالية , اذ تصبح مكونات العنصر التشغيلي للشركة (أي هامش الربح وكفاءة الموجودات) والعناصر المالية (أي هيكل رأس المال ونسبة الاحتجاز) أداءا ماليا قيما بشكل كبير لكل شركة (Rahim,2017:49) . من أجل إظهار الترابط بين النمو

والسياسة المالية ، وزيادة المبيعات السنوية الكافية لدعم المصادر السنوية لرأس مال الشركات(Anderson,2011:2).

لحساب معدل النمو المستدام للشركة يجب أن يركز الحساب فقط على ملاحظة أن الإضافة إلى الموجودات يجب أن تساوي الإضافة إلى الخصوم وحقوق الملكية(Manaf et al,2018:62). بمعنى آخر يجب أن يتم تمويل الموجودات الجديدة من خلال الديون الجديدة ، ويمكن أن تؤدي الزيادة في حقوق الملكية إلى تمويل الموجودات الجديدة من خلال الأرباح المحتجزة (Chung,2013:84). وبالتالي فأن سوق الشركة سترتفع في المستقبل ويمكن أن تستفيد من الرافعة المالية, اذ أن الرافعة المالية للديون لها تأثير إيجابي على نمو الشركة , بالإضافة إلى ذلك فإن الرافعة المالية تتضخم إلى الخسائر أو المكاسب في الأنشطة التجارية . (Fonseka,2012:482)

واشار (Guariglia et al,2011:80) إن الشركة ذات النمو المنخفض تميل إلى إصدار ديون جديدة من حقوق الملكية خلال تحسن الظروف السوقية والاقتصادية ، في حين أن الشركات ذات النمو المرتفع ستكون أكثر عرضة لرفع الدين وحقوق الملكية, وبالتالي فإن معظم الشركات ستستثمر وتستخدم مواردها المالية بما يتماشى مع نوع نموها.

رابعاً:- أهداف معدل النمو المستدام :-

1. يعد معدل النمو المستدام أحد أهداف الشركة من أجل البقاء والاستمرار في جذب المستثمرين الخارجيين (Rahim,2017:48).
2. إن مراقبة الوضع الحالي وأنشطة الشركة من خلال رسم خرائط معدل النمو المستدام يمكن أن يساعد المديرين على القيام بالتخطيط المالي بكفاءة, لذا فإن مراقبة أداء الشركة أمر أساسي لتكون قادرة على حل المشكلات المالية للشركة للحفاظ على نموها(Liu & Wu,2016:155).
3. يمكن للشركات التي تحافظ على هيكل رأسمالها ولا تبيع حقوق ملكية جديدة أن توسع مبيعاتها وموجوداتها من خلال النمو المستدام(Pezzulli et al,2017:2).
4. ان مزيج العناصر التشغيلية والمالية التي ترتبط بمعدل النمو المستدام هي هامش الربح وكفاءة الموجودات وهيكل رأس المال ومعدل الاحتجاز, لذلك يصبح التعامل مع أداء الشركة الثابت مثل الرافعة المالية والسيولة وكفاءة الموجودات والحجم والضرائب العوامل المهمة التي يمكن أن تؤثر على النمو المستدام للشركة(Anderson,2011:2).

5. يعد النمو المستدام في سياق الأعمال المعيار القياسي للشركة لزيادة إيرادات الشركة دون تقليل مواردها المالية(Amouzesh et al,2011:249).
6. يشير معدل النمو المستدام إلى أن الشركة لديها رأس مال أكثر من كافٍ لتلبية احتياجاتها الاستثمارية وتدعو إلى زيادة السيولة ، أو خفض الرافعة المالية ، أو زيادة الأرباح(Chung,2013:84).

ويرى (Hung,2009:201) أن تحقيق النمو المستدام غير ممكن دون الانتباه إلى جانبين مهمين هما استراتيجية النمو وقدرة النمو. اذ إن الشركات التي تفشل في إيلاء اهتمام كافٍ إلى جانب أو آخر محكوم عليها بالفشل في جهودها لإرساء ممارسات النمو المستدام على المدى الطويل (Pezzulli et al ,2017:2) . فإذا كانت الشركة لديها استراتيجية نمو ممتازة قائمة ، لكنها لم تبذل جهودًا لزيادة البنى التحتية والنمو على المدى الطويل ستفشل أيضاً (Smart,2018:2) .

كما إن تحقيق معدل النمو المستدام هو الشاغل الرئيسي لمديري الشركات ، سواء كانت صغيرة أو كبيرة (Sahin&Ergün,2018:173). ولكن في بيئة اقتصادية وسياسية وتنافسية سريعة التغير، فإن تحقيق معدل النمو المستدام ليس بالمهمة السهلة ، خاصة في البيئة العالمية الحالية شديدة التعقيد(Amouzesh et al,2011:251).

فيما بين (Momčilović et al ,2015:63) بأن المهمة الرئيسية لنموذج معدل النمو المستدام تتمثل في تمكين المدراء من تحديد المستوى الأمثل لنمو الشركة من خلال ترجيح أهدافها المالية وأدائها التشغيلي, كذلك تمكين المنظمين لتحفيز النمو المستدام لصناعة معينة من خلال عملية توجيه السياسة .

خامساً:-العوامل المحددة للنمو المستدام :-

يرى(Amouzesh et al,2011:249) ان تحديد معدل النمو المستدام لأي شركة يكون من خلال العوامل الأربعة الاتية: -

1. **هامش الربح :-**

تؤدي الزيادة في هامش الربح إلى زيادة قدرة الشركة على توليد الأموال داخليًا وبالتالي زيادة نموها المستدام (Stahl et al,2012:63) . وهامش الربح هو الفرق بين إيرادات المبيعات وتكاليف الإنتاج بمعنى آخر هو الفرق بين تكلفة السلعة أو الخدمة وسعر بيعها، حيث يتم إضافته على التكلفة الإجمالية التي يتحملها مُنْتِج هذه السلع أو مقدم الخدمات لتحقيق أرباح منها (Hutami,2012:106) .

كما أنه أحد أهم المعايير التي يتم الاستناد إليها من أجل الحكم على نجاح نشاط المنظمة، وبيان مقدار الأرباح التي حققتها من نشاطها الرئيسي الذي تُمارسه في السوق، وهناك العديد من أنواع هوامش الربح، والتي تختلف استنادًا لما يمثله الهامش الربحي، فهناك الهامش الإجمالي للربح، وهامش الربح التشغيلي، والهامش الربحي لما قبل الضريبة، وهامش الربح الصافي(Min & Wolfinbarger,2005:1031).

ومن أهم ما يميز الهامش الربحي أنه يتقلص مع أخذ التكاليف بعين الاعتبار، حيث إن زيادة التكاليف تقلل قيمته ، ومن أبرز هذه التكاليف تكلفة البضاعة المباعة ، ومجمل النفقات التشغيلية وغير التشغيلية ، والمصاريف الضريبية التي تكبدتها المنظمات من دخلها الخاضع للضريبة (Hermawan,2012:2). وبناءً على نوع التكلفة يتم حساب نسبة هامش الربح ، فهامش الربح التشغيلي مثلًا هو ذلك الهامش الذي يعكس أرباح الشركة بعد خصم كافة النفقات التشغيلية المتعلقة بنشاط المنظمة، حيث يتم طرح هذه النفقات من مجمل المبيعات وتحويل هذا الرقم إلى نسبة مئوية، أما هامش الربح الصافي فهو يعكس ما ربحته الشركة بعد احتساب كافة المصاريف بما في ذلك خصم المتعلّقات الضريبيّة المحددة لها خلال السنة المالية وفقًا لقوانين الضريبة المعمول بها في الدولة التي تنشط فيها تلك المُنظمة (Kim et al,2010:640).

2. دوران الموجودات :-

إن الزيادة في دوران موجودات الشركة تزيد من المبيعات الناتجة عن كل زيادة في الموجودات, وهذا يقلل من حاجة الشركة للموجودات مع نمو المبيعات وبالتالي زيادة معدل النمو المستدام (Sari & Budiasih,2014:262) . يمثل معدل دوران الموجودات نسبة مالية تقيس كفاءة استخدام الشركة لموجوداتها في توليد إيرادات المبيعات (Hutapea & Saerang,2017:2).

كما ان معدل دوران الموجودات يساوي صافي المبيعات نسبة الى أجمالي الموجودات وهذا المقياس يوضح قدرة الموجودات على توليد الإيرادات والناتج يكون بعدد المرات ,بمعنى كم من الموجودات يولد وحدة نقدية واحدة من صافي المبيعات او الإيرادات(Wikardi,2017:101). فالموجودات هي كل ما تملكه الشركة بغرض الاستثمار , بمعنى مالي الموجودات هي الأموال الجاهزة للاستثمار سواء على المدى القصير مثل الموجودات المتداولة أو المدى الطويل مثل الموجودات الثابتة (Puteh,2013:2) . ويحسب بالصيغة الاتية:-

معدل دوران الموجودات = صافي المبيعات (الأيراد) / أجمالي الموجودات

3. السياسة المالية :-

إن الزيادة في نسبة الدين / حقوق الملكية تزيد من الرافعة المالية للشركة. وحيث أن هذا يجعل تمويل الدين الإضافي متاحا ، فإنه يزيد من معدل النمو المستدام (Bianchi & llut,2017:114).). يعد تصميم السياسات المالية للشركة فناً وليس علماً, فهي مسؤولية تتطلب التخطيط المتأنى والفكر والمبدأ وأعضاء مجلس الإدارة باعتبارهم مشرفين ماليين, عليهم أن يصيغوا السياسات المالية التي تضمن استقرار للشركة, وتدعيم قدرتها على إنجاز رسالتها, لذلك فإن السياسات المالية ترتبط ارتباطاً متأصلاً برسالة المنظمة (Stokey,2017:4).

تعمل السياسات على توجيه القرارات المالية اليومية ومعاملات الشركة, ولتحقيق الاستقرار المالي ينبغي على مجلس الإدارة وضع نظام للمساءلة المالية والمحافظة عليه, ووضع الخطة المالية التي تعكس رسالة الشركة, واستراتيجية سليمة للاستثمار, والمحافظة على احتياطات كافية (Sims,2016:2). وهناك خطوات عديدة داخل العملية , غير أن مجلس الإدارة عليه أن ينظر أولاً نظرة أمينة إلى الشؤون المالية الحالية للشركة, وبمجرد تكوين مجلس الإدارة لفكرة واضحة عن الموجودات والمطلوبات والإجراءات المالية الحالية, يمكن وضع مجموعة من السياسات الاستراتيجية لإدارة البنيان المالي للشركة (Guerguil et al,2017:191).

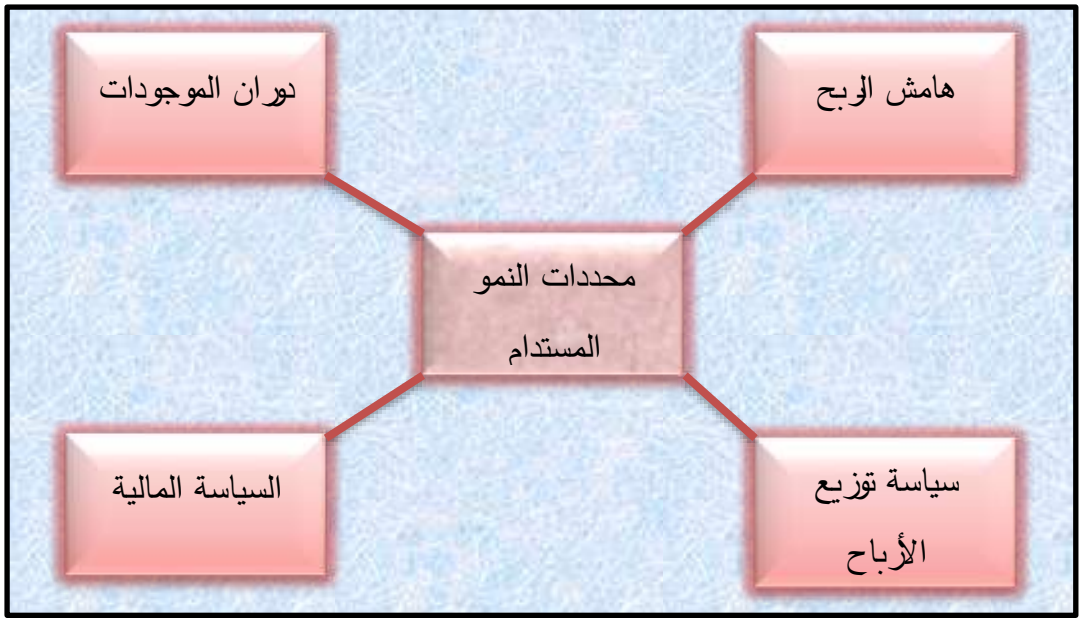
4. سياسة توزيع الأرباح :-

وهو انخفاض في النسبة المئوية لصافي الربح بعد دفع الضريبة حيث تزيد أرباح الأسهم من نسبة الاحتجاز ، وبالتالي زيادة حقوق الملكية المولدة داخلياً وبالتالي زيادة النمو المستدام (He et al,2017:268) . كما انها السياسة التي تستخدمها الشركة لتحديد مقدار ما ستدفعه للمساهمين على شكل مقسوم أرباح , ولأن توزيعات الأرباح تمثّل شكلًا من أشكال الدخل للمستثمرين، فإن سياسة توزيع الأرباح للشركة هي اعتبار مهم لبعض المستثمرين (Nadeem et al,2018:2).

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركات نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاساتها على سعر السهم في السوق (Ofori et al ,2018:293). حيث تتعلق بقرار تقسيم أرباح الشركة الصافية ما بين أرباح موزعة على المساهمين , وأرباح محتجزة (Al-Najjar & Kilincarslan,2016:2) . إن سعر السهم في سوق الأوراق المالية يتأثر بسياسة توزيع الارباح التي تتبناها الشركة ومن جانب آخر يتأثر سعر السهم أيضا بمعدل نمو الشركة والذي يتأثر بدوره وبصورة مباشرة بمقدار الأرباح التي يتم احتجازها وإعادة إستثمارها في الشركة (Lin et al,2017:2) . ففي حالة احتجاز المزيد من الارباح (نتيجة توزيع مقدار أقل من العائد) فإن ذلك يؤدي إلى زياد معدل النمو وبالتالي زيادة سعر السهم بينما يؤدي تخفيض الأرباح

المحتجزة نتيجة زيادة مقدار العائد الموزع إلى تخفيض معدل النمو مما يؤدي بدوره إلى تخفيض سعر السهم (Attig et al,2016:292) .

ان زيادة مقدار العائد الموزع تؤثر بصورة إيجابية على سعر السهم ، بينما تؤدي في الوقت نفسه إلى تخفيض الارباح المحتجزة وبالتالي تخفيض معدل النمو مما يؤثر بصورة سلبية على سعر السهم (Cheung et al,2018:788) .ونظراً لأن هدف الشركة يتمثل في تعظيم ثروة المساهمين من خلال الوصول بسعر السهم إلى أعلى مستوى ممكن ، فإن تحقيق ذلك الهدف يتطلب اختيار سياسة توزيع الأرباح التي تحقق التوازن بين مقدار العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين وبين معدل النمو في الأرباح (Chen et al,2019:481) .



الشكل (3-2) العوامل المحددة للنمو المستدام

المصدر : اعداد الباحثة بالاعتماد على الادبيات السابقة

ان معدل النمو الفعلي للمبيعات يختلف عن معدل النمو المستدام فهو لا يتفق مع سياسة مالية ثابتة ، لن تكون الشركات قادرة للحفاظ على الأهداف المالية بموجب هذا الشرط (Pandit& Tejani,2011:2) . و عندما يكون معدل النمو الفعلي أقل من معدل النمو المستدام يستلزم على الشركة ان يكون لديها أكثر من رأس المال الكافي لتلبية الاحتياجات الاستثمارية وتدعو إلى زيادة في الموجودات السائلة او تخفيض الرافعة المالية، أو زيادة في مقسوم الأرباح (Fonseka et al,2012:482).

سادساً:- قياس معدل النمو المستدام :-

توجد عدة نماذج لقياس ووصف معدل النمو المستدام اهمها:-

1. نموذج هيجنز(Higgins) للنمو المستدام

تم تطوير مفهوم النمو المستدام بواسطة روبرت سي هيجنز في عام (1977) ثم تم تعديله من قبله عام (1981), اذ عرف هيجنز معدل النمو المستدام بانه نسبة الزيادة المتناغمة مع الاهداف المالية المحددة للشركة بافتراض ان الشركة تستخدم الادارة من خلال نموذج الاهداف, وبعد حساب معدل النمو هذا يمكن مقارنته مع النمو الفعلي ,ويتكون هذا النموذج من أربعة نسب وهي(مقسوم الأرباح وهامش الربح ودوران الموجودات وهيكل رأس المال). ويحسب النمو المستدام لـ(Higgins) وفق الصيغة الاتية(Fonseka et al,2012:483):-

SGR = (RI/NPAT) * (NPBT/TO) * (TO/NA) * (NA/E) …….. (7)

حيث ان:-

NPAT = صافي الربح بعد الضريبة

TO = دوران (المبيعات)

E = القيمة الدفترية للأسهم

NPBT = صافي الربح قبل الضريبة

RI = الأرباح المحتجزة

NA = صافي الموجودات

يفترض النموذج أن الشركة لا تصدر رأس مال أسهم جديدًا وجزءًا من الأرباح المحتفظ بها والديون المستثمرة في الموجودات. تساعد هذه الموجودات المتزايدة على زيادة المبيعات مما يعزز من ربح الشركة.

2. نموذج فان هورن(Van Horn's) للنمو المستدام

طور فان هورن عام (1987) نموذج لقياس النمو المستدام للشركة, ويتألف من أربعة نسب هي: هامش صافي الربح ، معدل دوران الموجودات ، معدل احتجاز الارباح ومضاعف حقوق الملكية. معادلة النمو المستدام لفان هورن هي كما يلي(Fonseka et al,2012:483):-

SGR = ((b (NPBT/TO) * (1+ D/E)) / ((A/S) – (b (NPBT/TO) * (1+ D/E))

…….. (8)

حيث ان:-

D / E = الدين على حقوق الملكية

b = معدل الاحتجاز

TO = دوران (المبيعات)

A / S = إجمالي الموجودات للمبيعات

NPBT= صافي الربح قبل الضريبة

يتعارض هذا النموذج مع دخل المبيعات, اذ أن العوامل المحددة لنمو المبيعات المطلوب ثابتة مع واقع الشركة والسوق المالية, لذلك يعد نموذج فان هورن أداة قوية للتحقق من الاتساق بين أهداف نمو المبيعات وكفاءة التشغيل والأهداف المالية للشركة.

3. نموذج Zakon

وهو نموذج معروف عن مجموعة بوسطن الاستشارية (Boston Consulting Group) ، وفي ضوء هذا النموذج يعبر عن النمو المستدام بالمعادلة الاتية(De Wet,2004:156):-

$$SGR = D/E\ (R - i)\ p + Rp \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ (9)$$

حيث ان:-

D = الدين

E = حقوق الملكية

R = النسبة المئوية للعائد على الموجودات بعد الضريبة

i = النسبة المئوية للفائدة (1- نسبة الضريبة)

P = نسبة الأرباح المحتفظ بها

وعندما يحلل اي احد مكونات الصيغة من الواضح أن معدل النمو المستدام يتم تحديده من حيث ربحية الشركة ، بالإضافة إلى سياساتها المالية فيما يتعلق بالمبالغ المالية وأرباح الأسهم(De Wet,2004:157).

4. نموذج Rose

قدم (Ross et al,2008:105) الصيغة الاتية التي تبنى على مجموعة من الافتراضات اهمها:-

1- أن الشركة تعمل بكامل طاقتها.

2- بنود الميزانية العمومية وصافي هامش الربح يتغير بشكل متناسب وتلقائي مع التغير في المبيعات بمرور الوقت

3- المطلوبات المتداولة ليست مصدرا للتمويل الداخلي وفي الوقت نفسه ، أنها ليست جزءا من الدين .

SGR = RR * ROE /1-RR* ROE …….. (10)

حيث ان:-

SGR= معدل النمو المستدام

ROE=العائد على حق الملكية

RR= نسبة الاحتجاز

5. نموذج (Kijewska)

ان النمو الذي يعتمد على الزيادة في هامش الربح ومعدل دوران الموجودات مع انخفاض في مستويات توزيع الارباح لزيادة الأرباح المحتجزة بشكل يؤدي الى زيادة حقوق الملكية المتولدة داخليا وبالتالي زيادة النمو المستدام ويحسب وفق المعادلة رقم (2) , ويتم الحصول عليها ابتداءً من العلاقة التالية والتي تمثل قيمة إصدار الأسهم اللازمة هي معدل نمو متساوٍ مضروبًا في الموجودات ناقص الأرباح المحتجزة والدين الجديد, وبافتراض أن قيمة الأسهم الجديدة تساوي الصفر نحصل على(Kijewska,2016:139-140):-

SGR = RE + N D/ D + E

RE= الأرباح المحتجزة

N D= الديون الجديدة

D=الدين

E= اسهم حقوق الملكية

سابعاً:- حساب معدل النمو المستدام :-

معدل النمو المستدام هو أعلى معدل نمو يمكن للشركة الحفاظ عليه دون زيادة نفوذها المالي, ويعتمد معدل النمو المستدام فقط على معدل الاحتجاز بالأرباح (r) والعائد على حقوق الملكية, فكلما زاد النمو المستدام زادت المرونة المالية للشركة من خلال التوسع أو عمليات الاستحواذ من خلال القدرة على تمويل المشاريع الجديدة من الأرباح المحتجزة , كما يمكن للشركة

تجنب إعطاء إشارة للسوق بشأن خططها الاستثمارية ، كما أنها أقل التزاما بالانضباط في أسواق رأس المال (Rahim& Saad,2014:434).

ان معادلة معدل النمو المستدام تبين كيف تؤثر أربعة نسب مالية رئيسية على النمو المستدام, ويمكن للمديرين أن ينظروا إلى هذه النسب الأربعة على أنها رافعة يمكن تعديلها لدفع عجلة النمو(Smart,2017:3).

معدل النمو المستدام = الاحتجاز بالأرباح × الرافعة المالية × هامش الربح × الكفاءة التشغيلية

1. الاحتجاز بالأرباح :-

إن الاحتجاز بالأرباح هو أول رافعة يمكن سحبها لرفع معدل النمو المستدام, إذا تم الاحتجاز بالأرباح داخل الشركة كأرباح محتجزة فإن ذلك يوفر رأس مال إضافي للنمو ،كما إن مدفوعات استرداد الأسهم لها تأثير رمزي فقط على معدل النمو المستدام (Pierrakakis , 2009 :3) .

إذا لم يتم الاحتجاز بالأرباح و تم توزيعها مرة أخرى على المستفيدين في شكل نقدي ، فهذا يعني أن الشركة سيكون لديها رأس مال أقل لتمويل النمو(Smart,2017:3).

2. الرافعة المالية :-

تعكس الرافعة المالية هيكل رأس المال في الشركة , ويمكن تعزيز النمو بإضافة المزيد من رأس المال, إن وجود المزيد من الديون لتمويل استثمارات إضافية هو وسيلة لتعزيز معدل النمو المستدام (Pierrakakis,2009:3) . ومع ذلك فإن تخفيض رأس مال الدين سيسحب معدل النمو المستدام إلى أسفل لأن الشركة لن يكون لديها رأس المال المتاح لتمويل النمو(Amouzesh et al,2011:251).

3. هامش الربح :-

هامش الربح هو المفتاح لأداء أي شركة وهو مهم لحساب معدل النمو المستدام, من الطبيعي إلى حد ما أن النمو يدعمه ارتفاع الأرباح (Subbareddy & Reddy,2017:2). فعندما تكون الأرباح أقل يكون النمو أقل ومع ذلك فإن قدرة الشركة على سحب هذه الرافعة لدفع معدل النمو المستدام محدودة, كما تتطلب زيادة الهوامش إما رفع الإيرادات أو خفض التكاليف ، وفي بيئة الأعمال التنافسية ، من الصعب القيام بأي من هذين البندين (Manaf et al,2018:62).

4. كفاءة التشغيل :-

توضح هذا الرافعة مدى كفاءة استخدام موجودات الشركة لتحقيق المبيعات (Nastiti et al,2019:63). لذا إذا قررت الشركة توسيع الموجودات ، فيجب أن ترتفع المبيعات بشكل كبير

حتى تكون هناك مكاسب في الكفاءة التشغيلية ومعدل نمو مستدام أعلى ,وعلى العكس من ذلك إذا تم تخفيض الموجودات ، فيجب أن تبقى المبيعات عند مستوياتها الحالية أو تنخفض قليلاً للحفاظ على كفاءات تشغيلية أعلى ومعدل نمو مستدام (Amouzesh et al,2011:251).

اي ان معدل النمو المستدام يضمن للشركة تمويل النمو من الأرباح المدورة وديون إضافية، دون تعديل نسبة الديون للشركة (Arora et al,2018:48).

وهناك سببين يدفعان المنظمات نحو زيادة معدل النمو المستدام فيها (Price,2017:12) , ((Uddenberg et al,2011:3 :

أولا: الفرص الاستراتيجية تشير إلى وجود معدلات نمو قوية تتجاوز ما هو مستدام ماليا على المدى القصير مما يحقق ميزة تنافسية ، رافعة مالية اقتصادية للمبيعات، الفائز يمتلك كل الأسواق.

ثانيا: اسواق رأس المال الديناميكية ، المستثمرين المتفائلون ، معدلات النمو المرتفعة، تشتت موارد الشركات، الامر يؤدي إلى بيئة عمل سيئة، وغير ملبية لخدمة الزبائن و / أو عوائد مخيبة لآمال المساهمين.

المبحث الثالث : المرونة المالية (Financial flexibility)

أولاً : تمهيد :-

برزت الكثير من المفاهيم والمصطلحات على الساحة المالية في العقود الأخيرة و جاءت تلك المفاهيم نتيجة التطور الذي لحق بالقطاع المالي, و من بين اهم تلك المفاهيم المرونة (Jermann& Quadrini,2006:1231) .

تعد المرونة نقطة تحول للشركات المعاصرة إذ أن التغير السريع للبيئة انعكس على الإعمال التجارية وقد أدى هذا التغير الى استجابة الشركات و أعادة النظر في طرق وأساليب ادارة انشطتها المختلفة وكيف يجب إن تتكيف تلك الشركات مع التغييرات في البيئة بشكل عام والتمويل بشكل خاص الذي ساهم في تفضيل مفهوم المرونة المالية لدى تلك الشركات ، ولذلك فان تعدد مصادر التمويل المتاحة لإمكانية الاختيار من بين أكبر عدد ممكن من البدائل لتحديد مصدر التمويل المناسب يحقق المتطلبات المالية للشركة والذي يتميز بالمرونة بدرجة تمنح الشركة القدرة في المستقبل على أحداث اي تغيير مناسب على مصدر التمويل (Lindström& Heshmati,2004:3) .

في ظل أسواق رأس المال المثالية يمكن للشركات الاستثمار في مستواها الأمثل وتعديل هيكلها المالي دون تكلفة لأي تغيير غير متوقع في السيولة والنمو , ومع ذلك عندما تكون أسواق رأس المال غير كاملة وتكلفة التمويل الخارجي تزداد عندها تصبح فكرة المرونة المالية متعلقة بقدرة الشركات على القيام بالاستثمار في المستقبل ، اما عندما تكون المعلومات غير متماثلة و خلاف ذلك قد تجبر مشاكل التعاقد الشركات على التخلي عن النمو المربح وتحاول الشركات متابعة المرونة المالية من خلال طرق بديلة ، من خلال تشكيل هيكل رأس المال الحالي , وإدارة النقد أو سياسات الدفع وخلق الاعتماد الزمني بين القرارات المالية والاستثمارية (Harris,2015:119).

ثانياً : مفهوم المرونة المالية :-

يعتبر مفهوم المرونة المالية من المفاهيم الحديثة في الإدارة المالية , إذ أنه أحد العوامل الأساسية في قرارات هيكل راس المال, كما ان منظمات الأعمال التي تتمتع بمرونة مالية عالية تكون لديها القدرة على تقييم الخيارات الحقيقية (Hess& Immenkötter,2014:6).

رغم أهمية المرونة المالية إلا أنها قد أهملت من طرف الباحثيين في السابق إلى أن قام الباحثان (Graham&Harvey) بنشر مقالهما سنة (2001) والذي تضمن نشر نتائج استبانة تم من خلالها أخذ رأي (392) مديرا ماليا في الولايات المتحدة الأمريكية حول تكاليف و هيكل رأس المال. وقد

أظهرت النتائج أن رغبة الإدارة بالاحتفاظ بالمرونة المالية كان العامل الرئيسي المؤثر على قرارات التمويل في هذه الشركات. وقد جاءت دراسة (Bancel&Mittoo,2004) فيما بعد أيدت ما جاء في هذه الدراسة (Marchica& Mura,2010:1340) .

لقد اشار(Ma et al,2015:53) الى ان المرونة المالية تمثل قدرة الشركة على الوصول إلى تمويلها وإعادة هيكلته بتكلفة منخفضة ، والشركات المرنة ماليًا قادرة على تجنب الضائقة المالية ، وتمويل الاستثمار بسهولة عند ظهور الفرص المربحة . عادة ما يتم تقييم المرونة المالية من خلال فحص استخدام الشركة للرافعة المالية وكذلك السيولة النقدية (Mittoo&Bancel,2011:180).

اما (Zainudin et al,2017:6) فيرى المرونة المالية بأنها تراكم الحجم النقدي الذي تحتفظ به الشركات بمرور الوقت, وبالتالي تتمتع الشركات بالمرونة المالية إذا كان لديها أثناء أوقات الحاجة خيارات للحصول على النقد (السيولة) وبالتالي تجنب التخلف عن السداد. ويرى(Agha&Faff,2014:5) الى انه يمكن للشركات السعي للحصول على المرونة المالية باستخدام كل من مستويات الدين والسيولة.

ويصف (Marchica&Mura,2010:2) الشركة مرنة ماليًا إذا كانت ذات سيولة كافية للرد على صدمات التدفق النقدي ، وقادرة على متابعة فرص الاستثمار في الوقت المناسب بسبب سهولة الوصول إلى الأموال الخارجية. أن المرونة المالية هي الحلقة المفقودة والحاسمة لنظرية قابلة للحياة التجريبية في هيكل رأس المال, كما ان النظريات التقليدية فشلت في التعرف على تبعيات السريان الزمني في عمليات التمويل للشركة ولم تراعي آلية الوصول الى أسواق رأس المال بأقل التكاليف (DeAngelo & DeAngelo,2007:5).

كما ان مصطلح المرونة يُستخدم لوصف قدرة الشركة على الاستجابة للنفقات غير المتوقعة والفرص الاستثمارية, اذ يتم تقييم المرونة المالية عادةً عن طريق فحص استخدام الشركة للرافعة المالية (Leverage) وكذلك الموجودات النقدية .(Cash Holdings) فالشركات التي تتمتع بمرونة مالية فائقة قادرة على البقاء على قيد الحياة في أوقات اقتصادية صعبة، فضلاً عن الاستفادة من الفرص الاستثمارية غير المتوقعة, وقد تفتقر الشركات التي لا تستطيع الاستجابة بشكل كاف للصدمات إلى الموارد اللازمة للبقاء على قيد الحياة على المدى الطويل(Lai& Poon,2009:162).

ويضيف (Gamba&Triantis,2008:2263) ان قيمة المرونة المالية تحدد من خلال مقارنة قيم الشركة بتكاليف إصدار الأوراق المالية وبدونها ، كما أن الشركات التي لديها رأس مال أكثر مرونة يمكن أن تعوض جزئيا عن التمويل الخارجي المكلف .

في حين بين (Ang& Smedema,2011:775) بأنها قدرة الشركة للتكيف في الوقت المناسب مع الظروف غير المفضلة التي تواجهها وتعظم قيمة الاستثمار في مجموعة الفرص المتاحة . فيما اشار (DeAngelo et al,2018:3123) بأنها قدرة الشركة في الحفاظ على قابلية الدين لضمان التوسعات المستقبلية, فالمرونة المالية واحدة من أهم الأولويات للمديرين التنفيذيين عند تشكيل قرارات هيكل راس المال للحفاظ على هيكل المطالبات المالية ولاسيما مطالبات الديون بحيث تكون عملية التفاوض أكثر سهولة.

ويرى (Arslan et al,2010:2) بأنها قدرة الشركة على توفير النقدية بعد فترة وجيزة من توفر المعلومات حول الاحتياجات المالية غير المتوقعة وإيجاد فرص جديدة للاستثمار. في حين بين (Chen et al,2017:2) بأنها مقياس لقدرة الشركة على توفير الموارد المالية ردا على التهديدات واستثمار الفرص التي تعظم قيمة الشركة مما يحسن من موقفها التنافسي.

وبين (Bahadori et al,2015:139) بأنها قدرة الشركات على التمويل من أجل الاستجابة بشكل مناسب لأحداث غير متوقعة لتعظيم قيمة الشركة , بالتالي فأن الشركات التي لديها مرونة مالية هي القادرة على تحمل الضغوط المالية وعندما تظهر فرص مربحة ، يمكنهم توفير الأموال اللازمة للاستثمار بأقل تكلفة.

ومما تقدم اعلاه يمكن تعريف المرونة المالية بأنها:-

قدرة الشركة على تعبئة مواردها المالية استجابة للطوارئ المستقبلية غير المؤكدة, ويمكن أن تكون المرونة المالية نتيجة للقرارات الاستراتيجية للشركة فيما يتعلق بهيكل رأس المال والسيولة والاستثمار.

ثالثاً :- أهمية المرونة المالية :-

برزت أهمية المرونة المالية في الدراسة التي أجراها (Graham&Harvey,2001) اذ اشارت النتائج الى ان المرونة المالية هي القضية الرئيسية في تحديد خيار التمويل, كما أن الشركات التي تدير سياسة ديون متحفظة سيكون لديها ميل أعلى للحفاظ على مرونة مالية عالية, وبالتالي سيكون لديها قدرة أكبر على اغتنام أي فرصة للاستفادة من الاستثمارات المستقبلية(Ramos et al,2008:12).

اذ تتميز الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية بوجود مستويات نقدية عالية و / أو نسب دين منخفضة وهذا يوضح أن تراكم النقد يمكن أن يطور مصادر محتملة للمرونة المالية للشركة(Daniel et al,2017:2).

ويضيف(Garmaise&Natividad,2018:2) أن الشركات التي لديها سيولة نقدية كبيرة وتتبنى سياسة الرافعة المالية بشكل متحفظ سيكون لها أداء أفضل لأنها قادرة على اغتنام فرصة الاستثمار عندما يحين وقت الحاجة, وعلى هذا النحو يُنظر إلى الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية على أنها في وضع متفوق لأن المرونة المالية يمكن أن تخلق فرصا للشركات للعمل ، وبالتالي تزودها بقوة أكبر للبقاء وهذا يصبح عاملا رئيسيا لأداء الشركة (Arslan et al,2010:2).

ويمكن تلخيص اهمية المرونة المالية بالاتي :-

1. المرونة المالية لديها تأثير على الأداء المالي للشركة, وذلك لأن الشركة التي تتمتع بمرونة مالية كبيرة ستكون قادرة على اغتنام المزيد من فرص الاستثمار المستقبلية عند ظهورها (Lai et al,2020:2) .
2. تعمل على تهدئة العلاقات بين تمويل الديون والأداء المالي لأن المستوى الأعلى من المرونة المالية يسمح للشركات بتمويل استثماراتها ومنع الضائقة المالية والتخلف عن السداد (Gregory,2020:5) .
3. تعد مقياس لقدرة الشركة على تجهيز مواردها المالية استجابة لأنشطة التفاعل لتعظيم قيمتها (Liu,2017:92) .
4. تلعب المرونة دورا مهما في تمكين المدراء فيما يتعلق بالاستثمارات المستقبلية (Mahmood et al,2018:11).
5. أن الحفاظ على المرونة المالية هو واحد من اهم أولويات المدراء التنفيذيين عند تشكيل قرارات هيكل رأس المال (Wei et al ,2017:2).

واشار(Gryko, 2018: 45) الى انه يمكن للشركات المرنة ماليا ان تتجنب المخاطر المالية عند الدخول في الفرص الاستثمارية المربحة وتوفير التمويل اللازم لهذه الفرص من مصادر متعددة وعلى وفق الاتي :-

- الحفاظ على قدرة الاقتراض واصدار السندات على الاقل في المدى القصير.
- الحفاظ على مستوى عالي من النقدية من خلال القدرة على استرداد المدفوعات النقدية الصافية.

- القدرة على بيع جزء من الموجودات ودون التأثير على العمليات التشغيلية أو تقليص الاستثمار.
- زيادة العائد على حقوق الملكية والحد من عدم دفع مقسوم الأرباح الى المساهمين.

ويضيف (Gamba&Triantis,2008:2264) انه من أجل الحصول على إدارة المرونة المالية بشكل صحيح يجب توفر اثنين من الخصائص :

أولاً :- ادراك المديرين أن قرارات الاستثمار والتمويل التي تتخذها الشركة هي قرارات تعتمد على الوضع الحالي للشركة, لا تعكس هذه الحالة المستويات الحالية للربحية فقط ، بل تعكس أيضا هيكل رأس المال الحالي للشركة و الذي هو نتيجة للقرارات السابقة المتخذة على طول مسار معين من حالة عدم التأكد.

ثانيًا:- هذا الارتباط الزمني بين القرارات يعني انه يتم أخذ تأثير القرارات الحالية على الحالات المستقبلية للشركة والقرارات المعتمدة على الدولة في الاعتبار عند اتخاذ القرارات اليوم.

بينما يوضح (Garmaise&Natividad,2018:2) أن المرونة المالية هي نتيجة للقرارات الاستراتيجية للشركة فيما يتعلق بهيكل رأس المال والسيولة والاستثمار، اما (Mittoo&Bancel,2011:181) فذكر ان المرونة المالية تساعد الشركة على الاستجابة بفاعلية للصدمات غير المتوقعة لتدفقاتها النقدية أو فرصها الاستثمارية.

رابعاً:- العوامل المؤثرة في المرونة المالية :-

تشير المرونة المالية الى قدرة الشركة على تعديل مقدار احتياجاتها المالية وتوقيتاتها لمواجهة الفرص الاستثمارية غير المتوقعة وبشكل يسهم في زيادة قيمتها (ابراهيم وعبد الستار,84,2019). وعليه هنالك مجموعة من العوامل التي تؤثر في المرونة المالية, والتي يمكن التعبير عنها في الاتي:-

1. **فرص النمو :-**

تتحقق فرص النمو من خلال تحسين ممارسات تصنيع المنتجات في ضوء الاستثمارات المالية في البحث والتطوير (Garner et al,2002:73). واشار (Hermuningsih et al,2019:1) الى ان فرص النمو تسهم في تحقيق التوازن بين السيولة وقيمة الشركة، ان فرص النمو تؤثر على المرونة المالية للشركة حيث تزداد قيمتها كلما كانت هناك فرص متوقعة للنمو وذلك بسبب كونها تتطلب تدفقات نقدية غير متوقعة, فالمرونة المالية اكثر قيمة عندما تواجه الشركة فرص نمو مرتفعة (Byoun,2011:1) .

2. التكاليف الفعلية للموجودات النقدية :-

الموجودات النقدية هي النقد والنقد المعادل (الأوراق المالية) (الطائي والجبوري ,2017: 544). التكاليف الفعلية للموجودات النقدية تتمثل في تحديد مقدار الضريبة التي يجب على المنظمة دفعها , وبالتالي تؤثر على المرونة المالية , حيث ان ارتفاع مقدار الضريبة يؤثر سلبا على تهيئة وضع مالي مرن للشركة والعكس صحيح (Byoun,2011:1).

3. إمكانية تحويل الموجودات :-

يشير مؤشر السيولة إلى إمكانية تحويل موجودات الشركة إلى رأس مال نقدي بسرعة , اذ يتم تحديد سيولة المشروع من خلال منظورين هما مقدار الوقت اللازم لتحويل الموجودات الحالية إلى أموال والقدرة على بيع الموجودات بسعر محدد (نعمة ومحمد,2019: 132).

4. الربحية :-

عند ازدياد أرباح الشركة فان حاجتها للمرونة المالية ستقل وذلك لانها ستكون قادرة على الاعتماد على التدفات النقدية الناتجة عن عملياتها . الربحية تعكس كفاءة و فاعلية اداء الوحدة كما يظهر ذلك من مؤشرات المردود من الاستثمار (محمد ونجم,2009: 220).

5. تكلفة التمويل الخارجي :-

إن معرفة تكلفة رأس المال لمختلف المصادر التمويلية له أهمية كبيرة في اتخاذ قرارات هيكل رأس المال بالإضافة الى ذلك فان تقدير تكلفة رأس المال لها أهمية في اتخاذ القرارات المالية الدورية في المؤسسة (الزبيدي وجبار,2019: 89). تشير كلفة التمويل الخارجي الى تكلفة التعويم حيث تؤثر على قيمة المرونة المالية , فكلما ازدادت كلفة التمويل الخارجي ازدادت قيمة المرونة المالية لان المرونة المالية تعني التمويل باقل التكاليف , أي بإمكان الشركة ان تستخدم بديل اخر (الجبوري, 2017 : 38-39) .

خامساً : استراتيجيات المرونة المالية :-

يجب دراسة الاستراتيجيات المختلفة للمرونة المالية بأهميتها ودرجة تأثيرها من أجل تحديد كيف تحقق الشركات المرونة المالية وتحافظ عليها في مواجهة الصدمات السلبية والركود وحالات النمو المرتفع. لذلك ، من المهم التمييز والتحقيق في استراتيجيات المرونة مع التكاليف والفوائد المرتبطة بها من أجل توفير فهم كامل للمفهوم (Setianto & Kusumaputra , 2017:12) .

1. الموجودات النقدية وإدارة السيولة :-

هناك حاجة لاكتشاف التكاليف والفوائد ذات العلاقة بالاحتياطي النقدي ، لأنه يتم عرضها بشكل مختلف بين المساهمين والإدارة, اذ تفضل الإدارة النقد بسبب انخفاض مخاطر الشركة وزيادة حرية التصرف، بينما يفضل المساهمون مستويات أقل من النقد بسبب مخاطر مشاكل الوكالة, كما يعد النقد احد مصادر القوة والفاعلية للشركات المالية على الرغم من أن الشركات المالية تحتفظ بجزء صغير من النقد قياساً الى إجمالي الموجودات المتداولة, فالنقد هو الذي يحافظ على ديمومة العمل , ومن ثم يتعين على كل شركة أن تحتفظ بالنقود اللازمة لوجودها (Daniel et al,2010:7).

تعمل الموجودات النقدية الكبيرة كمخزن مؤقت في فترات الاحتياجات المالية, اذ يجب على الإدارة أن تسعى جاهدة للحفاظ على النقد عند مستوى تكون فيه المنفعة الحدية للاحتجاز بالنقد مساوية للتكلفة الحدية لتجنب مشاكل الوكالة, وتتمثل المزايا الرئيسية للاحتجاز بالنقد في أنه يقلل من تكاليف المعاملات ، ويستوعب المزايا التنافسية ، و عندما تكون هناك نقودًا متاحة بسهولة عند حدوث تغييرات سلبية غير متوقعة في التدفقات النقدية فذلك يمكن أن يوفر أيضًا للإدارة القيام بفرص نمو مفاجئة (Yasir& Alabassi,2020:1590).

أما إدارة السيولة فهي تساعد على إقامة توازن بين السيولة والربحية لضمان الأداء المتزن للمؤسسة المالية من أجل تحقيق أهداف أعمالها (Lameijer,2016: 2) .

النقص النقدي أكثر حدة من النقد المفرط, لذلك في حالة وجود نقص نقدي فإن المساهمين يعانون لأن الإدارة قد تضطر إلى خفض توزيعات الأرباح أو الامتناع عن الاستثمار بسبب نقص الأموال الداخلية أو جمع أموال جديدة من أسواق رأس المال (Bakhshi & Shafii,2015:353) . أن السبيل لتوفر المرونة المالية هو تحديد السيولة و بالتالي تحديد قدرة الشركات المالية على الاحتجاز بالسيولة و قدرتها على الاقتراض بمعنى أنها تملك مرونة مالية (Kangarlouei et al,2014:2).

2. هيكل رأس المال والديون :-

تعد المرونة المالية العامل الأكثر أهمية في تحديد هيكل رأس المال ، وبالتالي يمكن الحصول على المرونة من خلال اعتماد سياسة هيكل رأس المال المحافظ , أي الوصول إلى مصادر منخفضة الكلفة لرأس المال الخارجي ، وبالعادة تكون الشركات قادرة على تحقيق هيكل رأس المال المرن والذي بدوره يحافظ على المرونة المالية (Graham& Harvey,2001:189).

يتم تحديد المقدار الأمثل لرأس المال الخارجي في هيكل رأس مال الشركة من خلال تكاليف وفوائد الرافعة المالية, ومن ثم فإن هيكل رأس المال الأمثل لشركة ما هو المفاضلة بين تكاليف الضائقة المرتبطة بامتلاك مبلغ فائض من الديون ومزايا الحاجز الضريبي (Sayyad&Aneheim,2012:17). ومع ذلك فقد أظهرت الدراسات التجريبية أن الشركات لاحظت أن نسب الديون تختلف اختلافًا كبيرًا عن نسب الرافعة المالية المتوقعة نظرياً (Denis& Osobov,2008:63).

ويشير (Ma et al,2012:53) بأن الشركات يجب أن تحافظ على مستويات منخفضة من الرافعة المالية من أجل الحفاظ على القدرة على الاقتراض عند مواجهة احتياجات رأس المال غير المتوقعة وبالتالي فإن مثل هذه الشركة التي تواجه عجزًا قد تقترض الأموال لتجنب خفض الأرباح والاستثمارات.

يمكن القول إن السياسة المالية المثلى تتكون من أهداف قصيرة المدى وطويلة المدى للرافعة المالية يجب ان تحافظ على القدرة على الدين ، مع الأخذ في الاعتبار تكلفة تخزين النقد بسبب الوكالة وتكاليف الضرائب من خلال تقسيم الدين إلى جزأين منفصلين ,حيث تتكون نسبة الرافعة المالية للشركة من مكونات دائمة ومؤقتة ,اذ يوضح أن المكون الدائم هو هدف الشركة على المدى الطويل بينما تعد قضايا الديون المؤقتة مصدرًا مهمًا للمرونة المالية, وفقًا لذلك تستجيب الشركة بشكل استباقي لمجموعة فرص الاستثمار الخاصة بها من خلال تدفقاتها النقدية ، ومن خلال الديون اللاحقة و / أو عمليات إعادة الشراء(Denis,2011:668).

3. السياسات المالية الأخرى :-

من الناحية النظرية تمتلك الشركات مصادر أخرى من المرونة المالية و التي تسمح لها بإدارة العجز النقدي دون تقليل أرباح الأسهم أو الاستثمار. على سبيل المثال ، تعمل العديد من الدراسات على تحليل محددات النقد وترى بأن الشركات التي لديها تقلبات تدفق نقدي عالية وتكاليف أكبر للتمويل الخارجي يجب أن تحافظ على أرصدة نقدية أعلى. كذلك يمكن للشركة التي تواجه عجزًا نقديا أن تتجنب خفض مقسوم الأرباح والاستثمار عن طريق تخفيض رصيدها النقدي مؤقتًا (Daniel et al,2008:2). ومع ذلك فأن الحفاظ على أرصدة نقدية عالية يمثل مشكلة لأن هذه الأرصدة تزيد من تكاليف الوكالة (Daniel et al,2010:7).

ويضيف (Sayyad&Aneheim,2012:16) بأنه يمكن للشركات التي تواجه عجزًا نقديًا ان تتجنب تخفيضات الأرباح والاستثمارات عن طريق بيع الموجودات , ومع ذلك فإن عدم سيولة

الموجودات يمكن أن يجعل هذا الخيار باهظ التكلفة . واشار(Byoun,2011:1) الى انه قد تحافظ الشركة على المرونة المالية من خلال الحفاظ على قدرة الدين غير المستخدمة.

بينما يرى (Byoun,2007:2) ان الدين يعمل كمصدر تمويل انتقالي عندما تواجه الشركات عجزًا ناتجا عن صدمات فرص الاستثمار الخاصة بها, اذ تسمح الزيادات في الديون للشركة بالقيام بفرص استثمارية غير متوقعة ، بينما تُستخدم فوائض التمويل اللاحقة لخفض الديون.

سادساً:- نظرية المرونة المالية :-

لم تحظ المرونة المالية باهتمام الباحثين كثيرا على الرغم من أهميتها , كما ان نظريات هيكل رأس المال التقليدية لم تحدد دورا هاما للمرونة المالية , حيث تفترض هذه النظرية أن المدراء يفضلون الاحتجاز بالنقد من أجل مواجهة الظروف غير المتوقعة و ان زيادة قابلية الدين للشركة تزيد من قدرتها على الاقتراض عندما تواجه ظروف ملحة لذلك (Hongchao&Ying,2016:4) .

تعد نظرية المرونة المالية من النظريات الحديثة التي ركزت على كيفية قيام هيكل رأس المال بمواجهة حالات عدم التأكد , والتي تعود اصولها الى النظريات التي فسرت هيكل رأس المال التي جاء بها (Modigliani and Miller) و الذين ينص نهجهم على أن القيمة السوقية للشركة تتأثر بدخلها التشغيلي ، بغض النظر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار, أي أن القيمة السوقية للشركة لا تعتمد على اختيار هيكل رأس المال و انما يتم حسابها بشكل صحيح على أنها القيمة الحالية لأرباحها المستقبلية وأصولها الأساسية (Zivin& Small,2005:2). اذ أنه ليس من المهم ما إذا كانت الشركة تمول نموها عن طريق الاقتراض ، أو بإصدار الأسهم ، أو عن طريق إعادة استثمار أرباحها (Brusov et al ,2011:1) . لقد صبت نظرية المرونة المالية كل اهتمامها على كيفية قيام الشركة بمواجهة الظروف المستقبلية و التي ترافقها حالة عدم التأكد بسبب الظروف الخارجية (الجبوري , 2017 : 46) .

سابعاً:- قياس المرونة المالية :-

تمثل المرونة المالية قدرة الشركة على الاستجابة بفاعلية للصدمات غير المتوقعة للالتزامات النقدية أو الفرص الاستثمارية, اذ ان المرونة المالية تعد بمثابة المحرك الرئيسي لقرارات هيكل رأس المال , ورغم وضوحها في الأدب الا ان قابلية رصدها وقياسها ينتابه نوع من الصعوبة (Mittoo&Bancel,2011:180). ويشير(Kuti,2011:511) الى ان خيارات هيكل رأس المال توفر أدلة قوية على ان احد اهم قرارات الرفع المالي هو الرغبة في الحفاظ على المرونة المالية , كما ان قياس المرونة المالية ينتابه نوع من الصعوبة كونها تعتمد الى حد كبير

على تقييم المديرين لخيارات النمو في المستقبل. وبناءا على ما ذكره (الجبوري, 2017: 52-59) فإن مقاييس المرونة المالية تتمثل في المؤشرات التالية :

1-الموجودات النقدية :-

الموجودات النقدية هي مصدر مرونة التمويل, ويرجع زيادة الموجودات النقدية في عقد مطلع الألفية إلى زيادة تقلب التدفقات النقدية (Bates et al,2009:1989), اذ تزداد قيمة الموجودات النقدية مع زيادة عدم التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية (Gamba&Triantis,2008:2263). اما من حيث المرونة ، توفر الموجودات النقدية سيولة غير مشروطة في أي وقت ، في حين أن خطوط الائتمان تعني سيولة مشروطة ، لأنها مفتوحة حتى يكون الدائن جاهزًا لتجديد التزامه بشكل متكرر (Sufi,2009:1058).

يقصد بالموجودات النقدية النقد والاوراق المالية القابلة للتسويق , اذ تعد الموجودات النقدية مصدر من مصادر المرونة المالية فالزيادة في مستوى الموجودات النقدية يمكن ان يعزى الى زيادة تقلب التدفقات النقدية ومستوى الموجودات غير الملموسة, اذ تنموا قيمة الموجودات النقدية جنبا الى جنب مع زيادة التدفقات المستقبلية (Chua,2012:98) , لذا فالموجودات النقدية توفر الحماية ضد الصدمات التي ترافق التدفق النقدي في المستقبل , مما يتيح للشركات استثمار الفرص المستقبلية في الوقت المناسب(Kusnadi,2003:4).

بالنسبة للشركات ذات التدفق النقدي المنخفض ، لا يمكن اعتبار الموجودات النقدية وخط الائتمان أدوات سيولة تحل محل بعضها البعض (Yun,2009:1448). بصفتها مصادر سيولة للشركات ، فإن خطوط الائتمان هي بدائل غير كاملة للنقد ، لأن الوصول والاقتراض من خلال حد ائتماني مرتبط بشروط التصنيف الائتماني للمدين ، ومصادره الخارجية البديلة وفي حالة القيود المالية تمويله الخارجي المرتفع بالإضافة إلى شروط الدائنين (Demiroglu&James,2011:776).

يتم استخدام نوعي سيولة الشركات لتغطية المخاطر المختلفة. توفر المقتنيات النقدية الحماية ضد صدمات التدفق النقدي المستقبلية في الأوقات السيئة ، بينما توفر خطوط الائتمان خيارا للشركات ، مما يسمح لها باستغلال الفرص التجارية المستقبلية في الوقت المناسب. بعبارة أخرى ، تحتفظ الشركات بالفوائض النقدية كضمان للأغراض العامة ، في حين أن خطوط الائتمان مخصصة لتمويل خيارات النمو المستقبلية (Lins et al,2010:161) .

والموجودات النقدية هي نسبة الموجودات النقدية والأوراق المالية القابلة للتسويق إلى إجمالي الموجودات, ويمكن قياس الموجودات النقدية من خلال المعادلة رقم (3) (Chua,2012:98) .

2- قابلية الدين :-

إن قابلية الدين ركيزة ذات أهمية كبيرة من حيث مرونة التمويل, فقابلية الدين هي مدى قدرة الشركة على الوصول إلى قروض جديدة بتكلفة مستخدم لا تتجاوز معدل العائد المتوقع لتعديل المخاطر للشركة على هذه المصادر الإضافية, كما تُعرَّف قابلية الدين أحيانا على أنها قوة اقتراض غير مستغلة(Diamond& He,2014:720), بالتالي تصبح قابلية ديون الشركة مستنفدة إذا لم تحصل على قروض جديدة أو كانت ميزانيتها العمومية ضعيفة لدرجة أن الاقتراض الجديد يزيد من تكاليف الضائقة المالية في المستقبل. ليس من المستغرب أن تستخدم الشركات في المقام الأول فوائضها النقدية لسداد الديون بدلاً من إعادة شراء الأسهم أو تراكم الاحتياطيات النقدية (Byoun,2008:3070).

تقيس قابلية الدين الحد الأقصى لقدرة الشركة على الاقتراض وتقدر عن طريق قياس قيمة الأصول التي من المتوقع تصفيتها, أي قياس قابلية الديون ضمنا من خلال تحويل الأصول الملموسة الحالية كضمانات لمجموع ديون الشركة ,إذ تعد قابليات الدين ذات أهمية للمرونة المالية والتي تعرف بأنها مدى قدرة الشركة على الوصول الى قروض جديدة بتكلفة ملائمة وبمعدل مخاطرة يرافقه عائد متوقع ملائم , كما تعرف بأنها القدرة الافتراضية غير المستغلة اما اذا استنفذت هذه القدرة فان إمكانية الحصول على قروض جديدة يكون ضعيفا مما يهدد بضائقة مالية مستقبلا (Lins et al,2010:161).

تفتح قابلية الدين أبعادًا جديدة في هيكل رأس المال, إذ تهتم الشركات بالحفاظ على رافعة مالية منخفضة طالما أنها تستطيع الحفاظ على قابليتها على الاقتراض لفترات احتياجات رأس المال المرتفعة (Almeida et al,2009:2).

كما يلعب استحقاق القروض دور في إدارة الديون إذ أن عبء الديون على المدى القصير يساعد في استعداد الشركة على الاستثمار بقوة أكبر من عبء الديون على المدى الطويل, ويمكن قياس قابلية الدين من خلال المعادلة رقم (4) (Denis,2011:668) .

3- صافي التدفق النقدي :-

عندما لا يصل التدفق النقدي التشغيلي إلى الدرجة المتوقعة للاستثمار ودفع مقسوم الأرباح ، فالشركة تحتاج إلى تقليل مقسوم الأرباح وتقييد الاستثمار، أو تحتاج إلى جمع الأموال من أسواق رأس المال أو من خلال بيع الموجودات (Ibarra,2009:92). الشركات التي تظهر تدفقات نقدية منخفضة ومتناقصة باستمرار غير قادرة على تجميع احتياطيات نقدية كافية, وبالتالي فإن تكاليف

الاستثمار لهذه الشركات تعتمد إلى حد كبير على التدفق النقدي الحالي (Denis &Sibilkov,2010:248).

اذا كان التدفق النقدي التشغيلي لا يستطيع تغطية فرص الاستثمار المتوقع و مقسوم الأرباح فأن ذلك يجعل إدارة الشركة بحاجة إلى جمع الأموال من أسواق راس المال او من خلال بيع الموجودات , لذا تكون إدارة الشركة مقيدة بعرض النقدية وانخفاض مستمر للتدفقات النقدية مما تحد من قدرة الشركة على رفع مستويات الاحتياطي وبالتالي فان التكاليف الاستثمارية تعتمد الى حد كبير على التدفق المالي. فالتدفق النقدي شيء حتمي تأخذه جميع الشركات في الاعتبار , ففي غيابه تكون الشركات غير قادرة على الاستمرار , فالنقد هو الأصل الأكثر مرونة في الشركة اذ ما ادير من دون مهارات وتخطيط يمكن ان يؤدي بالشركة إلى الإفلاس (Esin,2015:2) .

يعرف التدفق النقدي بأنه كشف مالي يسجل التدفقات النقدية للشركة في الداخل والخارج لفترة معينة وينقسم على أساس النشاط التشغيلي, كما انه يوفر معلومات للأطراف الأخرى فيما يتعلق بالأنشطة المالية لغرض تحليل الوضع الائتماني وتمويل الاستثمار (Günay&Fatih,2020:30) . ويمكن قياس صافي التدفق النقدي من خلال المعادلة رقم (5) .

الفصل الثالث : التحليل المالي والاحصائي لبيانات الدراسة

المبحث الأول : التحليل المالي لمؤشرات الدراسة

المبحث الثاني : التحليل الاحصائي لمؤشرات الدراسة

التحليل المالي والاحصائي لبيانات الدراسة

يتضمن الفصل الثالث مبحثين الاول يهتم بالتحليل المالي لمؤشرات الدراسة اذ ان المتغير المستقل هو معدل النمو الفعلي والمستدام اما المتغير التابع هو مؤشرات المرونة المالية, وسيتم تحليل (10) شركات للفترة من (2011) الى (2018). أما المبحث الثاني سيتم التعرف فيه على معامل التأثير لمعدل النمو الفعلي والمستدام في المرونة المالية وسيتم استخراج النتائج حسب اسلوب الانحدار المتعدد , وتستخرج النتائج باستخدام البرنامج الاحصائي (eviews).

المبحث الاول

التحليل المالي لمؤشرات الدراسة

سيتم عرض التحليل المالي لمؤشرات الدراسة حسب البيانات التي تم جمعها من (10) شركات للفترة من (2011) الى (2018) اذ يتضمن فقرتان الأولى خاصة بالتحليل المالي لمعدلي النمو الفعلي والمستدام, أما الفقرة الثانية تهتم بعرض التحليل المالي لمؤشرات المرونة المالية (قابلية الدين , نسبة الاحتجاز بالموجودات النقدية , صافي التدفق النقدي) وسيتم حساب الوسط الحسابي والانحراف المعياري واستخراج المعدل القطاعي وسيتم المقارنة به على مستوى معدلات الشركات والفترات ,وهي كالاتي:

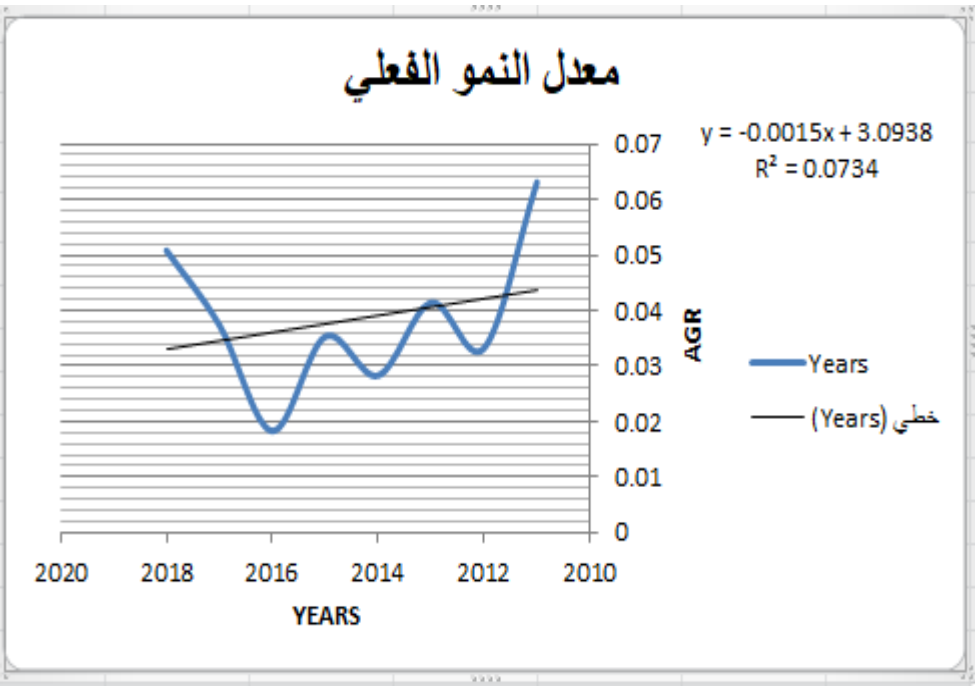
أولاً: التحليل المالي لمعدلي النمو الفعلي والمستدام:

1- التحليل المالي لمعدل النمو الفعلي (AGR) : ان معدل النمو الفعلي هو النسبة الاعلى لنمو الشركة في السنة وتنمو من دون تمويل خارجي وتم حسابه من خلال نسب احتجاز الارباح والعائد على الموجودات وذلك بالاعتماد على الملاحق (3) , (8) . تم البحث في (10) شركات مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية من الفترة (2011) الى عام (2018) اذا ظهرت النتائج حسب الجدول (1-3) ان الشركات المبحوثة لها معدل قطاعي عام كان (0,0385) اي ما يقارب (4%) بانحراف معياري (0,0724) وهي تنمو من دون التمويل الخارجي . اذ كانت الشركة التي حققت اعلى نسبة نمو فعلي هي (الخياطة الحديثة) تليها شركة (بغداد للمشروبات الغازية) في الترتيب الثاني , كما الترتيب الثالث هي شركة (العراقية للسجاد والمفروشات) وان الشركات التي حققت المراكز الاولى هي الفريدة التي حققت نسب اعلى من معدل القطاع الصناعي. اما الشركة التي كانت في التسلسل العاشر من حيث النمو فهي (العراقية للاعمال الهندسية) والتاسعة هي شركة (العراقية للتصنيع وتسويق التمور) اما الترتيب الثامن فهي (الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية).

الجدول (1-3) معدلات النمو الفعلي للشركات المبحوثة للفترة (2011-2018)

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	معدل الشركة	الانحراف المعياري	الأهمية النسبية
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	0.0000	0.0104	0.0367	0.0000	0.0000	0.0037	0.0025	0.0174	0.0088	0.0128	7
2	بغداد للمشروبات الغازية	0.0225	0.1086	0.1290	0.1112	0.1336	0.1458	0.1310	0.1627	0.1180	0.0423	2
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	0.0415	0.0417	0.0000	0.0031	0.0000	0.0000	0.0000	-0.1095	-0.0029	0.0469	9
4	العراقية للسجاد والمفروشات	0.0572	0.0634	0.0562	0.0559	0.0618	0.0628	0.0788	0.1262	0.0703	0.0238	3
5	المنصور للصناعات الدوائية	0.0242	0.0693	0.0349	0.0482	0.0596	0.0000	0.0217	0.0081	0.0333	0.0244	4
6	الصنائع الكمياوية العصرية	0.1872	0.0184	0.0399	0.0404	0.0120	0.0000	0.0000	-0.0480	0.0312	0.0689	5
7	الخياطة الحديثة	0.0112	0.0026	0.1185	0.1125	0.2054	0.0819	0.2403	0.2692	0.1302	0.1002	1
8	الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-0.0613	0.0719	0.0013	0.0357	8
9	انتاج الالبسة الجاهزة و التجارة العامة	0.1186	0.0143	0.0014	0.0000	0.0000	0.0032	0.0631	0.0489	0.0312	0.0429	6
10	العراقية للأعمال الهندسية	0.1688	0.0036	-0.0024	-0.0880	-0.1191	-0.1145	-0.1021	-0.0392	-0.0366	0.0962	10
	معدل الفترة	0.0631	0.0332	0.0414	0.0283	0.0353	0.0183	0.0374	0.0508	0.0385		
	الانحراف المعياري	0.0699	0.0365	0.0481	0.0595	0.0877	0.0681	0.0976	0.1120	0.0724		
	الأهمية النسبية	1	6	3	7	5	8	4	2			

كما إن معدل الفترة المبحوثة الممتدة من (2011) الى (2018) حسب ما يظهر في الجدول (3-1) ان المعدلات لها تتراوح بين (0,0631) واقل قيمة (0,0183) وان الفترات التي حققت اعلى من معدل القطاعي العام هي (2011,2013,2018) اما الفترات المتبقية هي أقل من معدل القطاع الصناعي الذي تم ذكره آنفاً, وحسب ما يظهره الشكل (3-1) الذي يمثل المحور العمودي (معدلات النمو الفعلي) والمحور الافقي السلسلة الزمنية , فكانت النتائج ان معدلات الشركات بشكل عام تتجه الى الانحدر بسيط وان النمو الذي تحققه الشركات من دون التمويل الخارجي يتراجع بشكل بسيط وان هذا التراجع يقدر ب(-0,002).



الشكل (3-1) منحنى معدل النمو الفعلي للسلسلة الزمنية (2011-2018)

2- التحليل المالي لمعدل النمو المستدام (SGR) : إن معدل النمو المستدام هو النسبة الأعلى لنمو الشركة في السنة وتنمو من دون تمويل خارجي وبنسبة ثابتة بين الدين والملكية وتم حسابه من خلال نسب احتجاز الارباح والعائد على حق الملكية وذلك بالاعتماد على الملاحق (4) , (8) . تم البحث في (10) شركات مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية من الفترة (2011) الى عام

(2018) اذا ظهرت النتائج حسب الجدول (2-3) ان الشركات المبحوثة لها معدل قطاعي عام كان (0,144) اي ما يقارب (14%) بانحراف

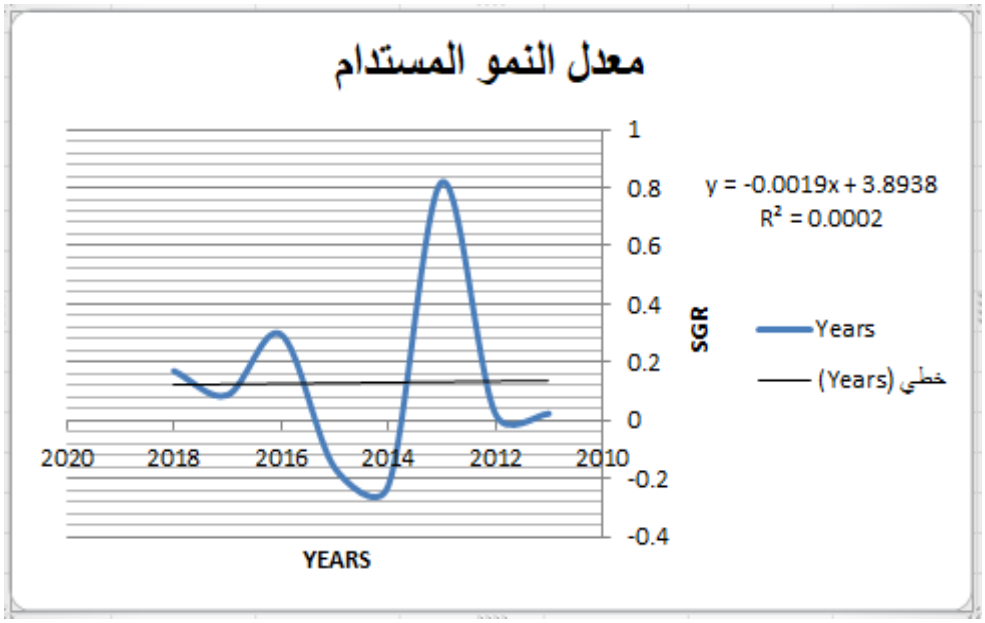
معياري (0,811) وهي تنمو من دون التمويل الخارجي بالحفاظ على نسبة متساوية بين الدين وحق الملكية . اذ كانت الشركة التي حققت اعلى نسبة نمو مستدام هي (العراقية للسجاد والمفروشات تليها شركة (الصنائع الكمياوية المعاصرة) في الترتيب الثاني , كما الترتيب الثالث هي شركة (الخياطة الحديثة) و ان الشركات التي حققت المراكز الاولى هي الفريدة التي حققت

نسب أعلى من معدل القطاع الصناعي فضلا عن شركة (بغداد للمشروبات الغازية). اما الشركة التي كانت في التسلسل العاشر من حيث النمو فهي (العراقية للاعمال الهندسية) والتاسعة هي شركة (الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية) اما الترتيب الثامن فهي (بغداد لصناعة مواد التغليف).

الجدول (2-3) معدلات النمو المستدام للشركات المبحوثة للفترة (2011-2018)

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	معدل الشركة	الانحراف المعياري	الأهمية النسبية
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	0.000	0.000	0.011	0.000	0.000	0.000	0.004	0.002	0.008	0.014	8
2	بغداد للمشروبات الغازية	0.028	0.028	0.147	0.193	0.174	0.252	0.337	0.266	0.200	0.099	4
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	0.059	0.059	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.018	0.029	7
4	العراقية للسجاد والمفروشات	0.518	0.518	0.572	0.587	0.505	0.481	0.486	0.845	0.571	0.127	1
5	المنصور للصناعات الدوائية	0.029	0.029	0.114	0.043	0.062	0.000	0.000	0.027	0.050	0.037	6
6	الصنائع الكمياوية العصرية	-1.086	-1.086	7.250	-3.264	-2.426	0.000	0.000	0.000	0.338	3.490	2
7	الخياطة الحديثة	0.011	0.011	0.003	0.141	0.150	0.388	0.141	0.573	0.201	0.207	3
8	الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.025	-0.004	0.010	9
9	انتاج الالبسة الجاهزة و التجارة العامة	0.287	0.287	0.026	0.000	0.000	0.000	0.004	0.096	0.059	0.106	5
10	العراقية للأعمال الهندسية	0.382	0.382	0.006	-0.003	-0.101	-0.125	-0.105	-0.088	-0.005	0.178	10
	معدل الفترة	0.023	0.023	0.819	-0.226	-0.163	0.296	0.087	0.170	0.144		
	الانحراف المعياري	0.432	0.432	2.266	1.082	0.813	0.594	0.184	0.306	0.811		
	الأهمية النسبية	5	6	1	8	7	2	4	3			

كما إن معدل الفترة المبحوثة الممتدة من (2011) الى (2018) حسب ما يظهر في الجدول (3-2) ان المعدلات لها تتراوح بين (0.819) واقل قيمة (-0,0226) وان الفترات التي حققت أعلى من معدل القطاعي العام هي (2013,2016,2018) اما الفترات المتبقية هي اقل من معدل القطاع الصناعي الذي تم ذكره آنفاً, وحسب ما يظهره الشكل (3-2) الذي يمثل المحور العمودي (معدلات النمو المستدام) والمحور الافقي السلسلة الزمنية , فكانت النتائج ان معدلات الشركات بشكل عام تتجه الى الانحدر بسيط وان النمو الذي تحققه الشركات من دون التمويل الخارجي بثبات نسب الدين وحق الملكية يتراجع بشكل بسيط جدا وان هذا التراجع يقدر ب(-0,002).



الشكل (3-2) منحنى معدل النمو المستدام للسلسلة الزمنية (2011-2018)

ثانيا: التحليل المالي لمؤشرات المرونة المالية:

1: التحليل المالي لمعدل قابلية الدين (DC): ان معدل قابلية الدين هي نسبة الموجودات الثابتة الى الموجودات الكلية للشركة اي ما تملكه الشركة من موجودات ملموسة كضمان للدين وذلك بالاعتماد على الملاحق (1),(3) . تم البحث في (10) شركات مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية من الفترة (2011) الى عام (2018) اذا ظهرت النتائج حسب الجدول (3-3) ان الشركات المبحوثة لها معدل قطاعي عام كان (0,344) اي ما يقارب (34%) بانحراف معياري (0,288)

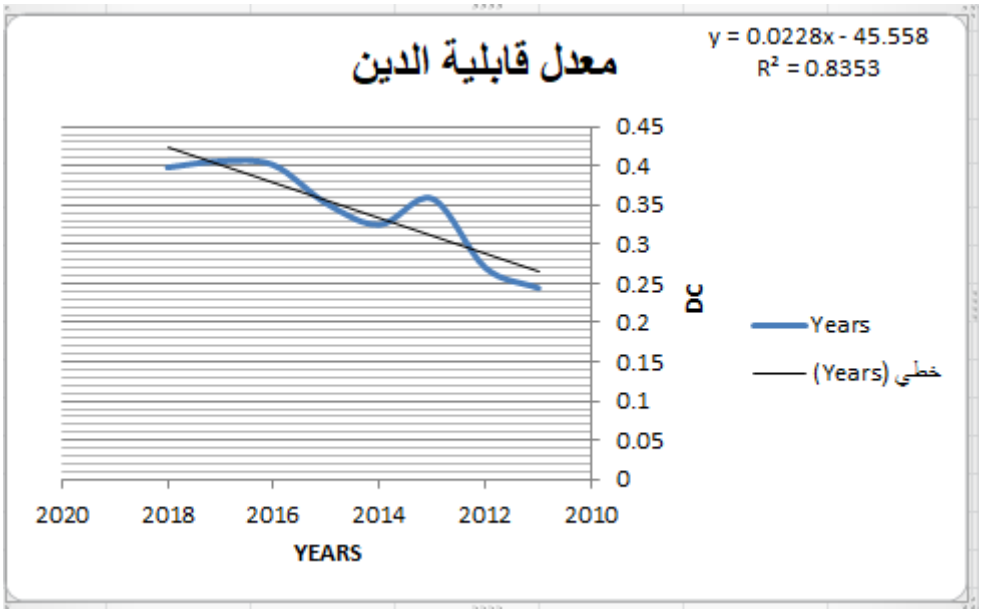
وهي نسبة الضمانات التي يمكن للشركة ان تستدين على وفقها . اذ كانت الشركة التي حققت اعلى نسبة قابلية دين هي (العراقية للاعمال

الهندسية) تليها شركة (بغداد لصناعة مواد التغليف) في الترتيب الثاني , كما الترتيب الثالث هي شركة (بغداد للمشروبات الغازية) وان الشركات التي حققت المراكز الاولى هي الفريدة التي حققت نسب اعلى من معدل القطاع الصناعي فضلا عن شركة (انتاج الالبسة الجاهزة). اما الشركة التي كانت في التسلسل العاشر من حيث قابلية الدين فهي (العراقية للسجاد والمفروشات) والتاسعة هي شركة (الصنائع الكمياوية المعاصرة) اما الترتيب الثامن فهي (الخياطة الحديثة).

الجدول (3-3) معدلات قابلية الدين للشركات المبحوثة للفترة (2011-2018)

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	معدل الشركة	الانحراف المعياري	الأهمية النسبية
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	0.427	0.595	0.420	0.517	0.645	0.734	0.740	0.750	0.604	0.137	2
2	بغداد للمشروبات الغازية	0.543	0.507	0.458	0.487	0.481	0.696	0.704	0.660	0.567	0.103	3
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	0.094	0.108	1.117	0.157	0.237	0.339	0.339	0.270	0.333	0.331	5
4	العراقية للسجاد والمفروشات	0.029	0.037	0.031	0.031	0.033	0.033	0.026	0.024	0.030	0.004	10
5	المنصور للصناعات الدوائية	0.272	0.197	0.150	0.137	0.152	0.172	0.302	0.513	0.237	0.127	6
6	الصنائع الكمياوية العصرية	0.033	0.025	0.036	0.149	0.151	0.024	0.022	0.095	0.067	0.057	9
7	الخياطة الحديثة	0.115	0.130	0.118	0.176	0.219	0.221	0.185	0.115	0.160	0.046	8
8	الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية	0.115	0.184	0.136	0.218	0.218	0.237	0.258	0.264	0.204	0.055	7
9	انتاج الالبسة الجاهزة و التجارة العامة	0.050	0.049	0.347	0.565	0.563	0.711	0.642	0.440	0.421	0.255	4
10	العراقية للأعمال الهندسية	0.758	0.869	0.764	0.807	0.825	0.845	0.844	0.849	0.820	0.041	1
	معدل الفترة	0.244	0.270	0.358	0.325	0.352	0.401	0.406	0.398	0.344		
	الانحراف المعياري	0.252	0.287	0.352	0.251	0.259	0.314	0.303	0.290	0.288		
	الأهمية النسبية	8	7	4	6	5	2	1	3			

كما إن معدل الفترة المبحوثة الممتدة من (2011) الى (2018) حسب ما يظهر في الجدول (3-3) ان المعدلات لها تتراوح بين (0,406) واقل قيمة (0,244) وان الفترات التي حققت أعلى من معدل القطاعي العام هي (2013,2015,2016,2017,2018) اما الفترات المتبقية هي اقل من معدل القطاع الصناعي الذي تم ذكره آنفاً, وحسب ما يظهره الشكل (3-3) الذي يمثل المحور العمودي (معدلات قابلية الدين) والمحور الافقي السلسلة الزمنية , فكانت النتائج ان معدلات الشركات بشكل عام تتجه الى ارتفاع ملحوظ أي ان الشركات تتجه الى زيادة في نسبة الموجودات الملموسة ويقدر ميل الانحدار ب(0,023).



الشكل (3-3) منحنى معدل قابلية الدين للسلسلة الزمنية (2011-2018)

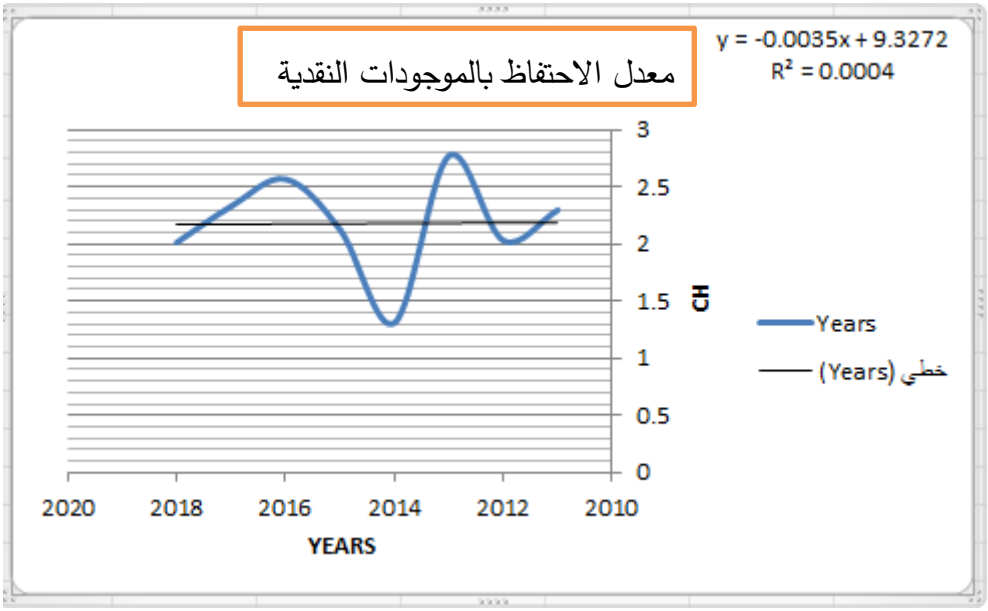
2: التحليل المالي للاحتفاظ بالموجودات النقدية (CA): ان معدل الاحتفاظ بالموجودات النقدية هي نسبة النقد والقيمة الاستثمارية بالقيمة السوقية الى الموجودات الكلية للشركة أي ما تملكه الشركة من الموجودات النقدية وقيمة الاسهم السوقية للايفاء بالتزاماتها وذلك بالاعتماد على الملاحق (2),(3),(10) , تم البحث في (10) شركات مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية من الفترة (2011) الى عام (2018) اذ ظهرت النتائج حسب الجدول (3-4) ان الشركات المبحوثة لها معدل قطاعي عام كان (2,181) بانحراف معياري (2,176) وهي نسبة الموجودات التي يمكن للشركة ان تسدد الالتزامات بها , اذ كانت الشركة التي حققت اعلى نسبة احتفاظ بالنقد هي (انتاج الالبسة الجاهزة) تليها شركة (بغداد لصناعة مواد التغليف) في الترتيب الثاني , كما الترتيب الثالث هي شركة (الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية) و ان الشركات التي حققت المراكز الاولى

هي الفريدة التي حققت نسب اعلى من معدل القطاع الصناعي فضلا عن شركة (العراقية للتصنيع وتسويق التمور والخياطة الحديثة). أما الشركة التي كانت في التسلسل العاشر من حيث معدل الاحتفاظ بالنقد فهي (المنصور للصناعات الدوائية) والتاسعة هي شركة (العراقية للاعمال الهندسية) أما الترتيب الثامن فهي (بغداد للمشروبات الغازية).

الجدول (4-3) معدلات الاحتفاظ بالموجودات النقدية للشركات المبحوثة للفترة (2011-2018)

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	معدل الشركة	الانحراف المعياري	الأهمية النسبية
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	6.979	4.267	2.993	1.876	2.143	1.918	1.418	1.371	2.871	1.913	2
2	بغداد للمشروبات الغازية	1.332	1.308	2.229	1.710	2.001	1.353	1.549	1.934	1.677	0.349	6
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	1.695	1.452	11.803	1.358	1.235	1.378	0.771	0.929	2.578	3.739	4
4	العراقية للسجاد والمفروشات	0.876	0.854	0.910	1.161	0.861	1.724	2.130	2.110	1.328	0.569	7
5	المنصور للصناعات الدوائية	2.466	0.782	1.013	0.936	0.829	0.677	0.754	0.444	0.987	0.622	10
6	الصنائع الكمياوية العصرية	0.762	1.146	1.066	0.143	0.141	2.564	2.230	2.342	1.299	0.971	8
7	الخياطة الحديثة	1.466	3.667	2.619	2.849	1.799	2.648	2.984	1.966	2.500	0.717	5
8	الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية	2.555	1.392	1.230	1.684	10.765	1.602	1.605	1.694	2.816	3.235	3
9	انتاج الالبسة الجاهزة و التجارة العامة	3.124	3.903	2.475	0.504	0.821	11.001	8.974	6.349	4.644	3.806	1
10	العراقية للأعمال الهندسية	1.716	1.527	1.385	0.884	0.670	0.807	0.878	0.979	1.106	0.382	9
	معدل الفترة	2.297	2.030	2.772	1.310	2.127	2.567	2.329	2.012	2.181		
	الانحراف المعياري	1.807	1.351	3.262	0.771	3.102	3.032	2.440	1.638	2.176		
	الأهمية النسبية	4	6	1	8	5	2	3	7			

كما إن معدل الفترة المبحوثة الممتدة من (2011) الى (2018) حسب ما يظهر في الجدول (3-4) ان المعدلات لها تتراوح بين (2,772) واقل قيمة (1,31) وان الفترات التي حققت اعلى من معدل القطاعي العام هي (2011,2013,2016,2017) اما الفترات المتبقية هي اقل من معدل القطاع الصناعي الذي تم ذكره آنفاً, وحسب ما يظهره الشكل (3-4) الذي يمثل المحور العمودي (معدلات الاحتفاظ بالموجودات النقدية) والمحور الافقي السلسلة الزمنية , فكانت النتائج ان معدلات الشركات بشكل عام تتجه الى انحدار ملحوظ أي ان الشركات تتجه الى خفض نسبة الموجودات النقدية وانخفاض قيمتها السوقية ويقدر ميل الانحدار ب (-0,004).



الشكل (3-4) منحنى معدل الاحتجاز بالموجودات النقدية للسلسلة الزمنية (2011-2018)

3: التحليل المالي لمعدل صافي التدفق النقدي (NCF): ان معدل صافي التدفق النقدي هي نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي الى الموجودات الكلية للشركة اي ما تملكه الشركة من صافي تدفق نقدي تشغيلي الناتج من خلال عملياتها او انشطتها التشغيلية وذلك بالاعتماد على الملاحق (3), (9) . تم البحث في (10) شركات مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية من الفترة (2011) الى عام (2018) اذا ظهرت النتائج حسب الجدول (3-5) ان الشركات المبحوثة لها معدل قطاعي عام كان (-0,053) بانحراف معياري (0,259) وهي نسبة سالبة اي هناك انخفاض في ايرادات انشطة التجارية للشركات المبحوثة , إذ كانت الشركة التي حققت اعلى نسبة تدفق نقدي هي (الخياطة الحديثة) تليها شركة (بغداد للمشروبات الغازية) في الترتيب الثاني , كما الترتيب الثالث هي شركة

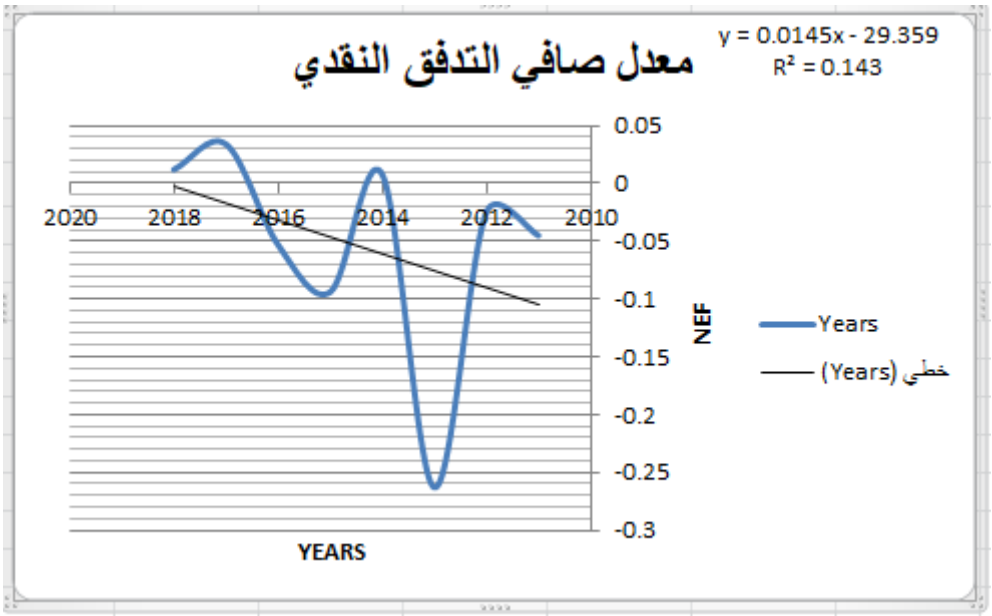
(بغداد لصناعة مواد التغليف) وان الشركات التي حققت المراكز الاولى هي الفريدة التي حققت نسب اعلى من معدل

القطاع الصناعي فضلا عن شركة (العراقية للسجاد والمفروشات, المنصور للصناعات الدوائية, الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية). أما الشركة التي كانت في التسلسل العاشر من حيث صافي تدفق نقدي فهي (العراقية للتصنيع وتسويق التمور) والتاسعة هي شركة (العراقية للاعمال الهندسية) أما الترتيب الثامن فهي (انتاج الالبسة الجاهزة).

الجدول (5-3) معدلات صافي التدفق النقدي للشركات المبحوثة للفترة (2011-2018)

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	معدل الشركة	الانحراف المعياري	الأهمية النسبية
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	0.393	-0.253	0.316	-0.201	-0.159	-0.060	-0.006	0.034	0.008	0.236	3
2	بغداد للمشروبات الغازية	0.022	0.098	-0.034	0.071	0.116	-0.147	-0.001	0.048	0.022	0.085	2
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	-0.003	-0.025	-3.566	0.140	-0.126	-0.241	-0.014	0.000	-0.479	1.252	10
4	العراقية للسجاد والمفروشات	0.003	0.015	0.225	0.147	-0.463	-0.016	0.138	0.004	0.007	0.209	5
5	المنصور للصناعات الدوائية	0.100	-0.079	0.261	0.010	-0.060	-0.067	0.054	-0.161	0.007	0.131	4
6	الصنائع الكمياوية العصرية	-0.117	0.029	-0.039	0.000	-0.002	0.001	0.000	0.000	-0.016	0.045	7
7	الخياطة الحديثة	-0.032	0.163	0.054	-0.050	-0.010	0.029	0.273	0.000	0.054	0.111	1
8	الوطنيةللصناعات الكمياوية والبلاستيكية	0.042	0.046	0.033	-0.009	-0.193	0.002	-0.006	0.089	0.001	0.085	6
9	انتاج الالبسة الجاهزة و التجارة العامة	-0.536	-0.080	0.008	0.000	0.009	0.020	0.084	0.099	-0.050	0.204	8
10	العراقية للأعمال الهندسية	-0.327	-0.159	0.115	-0.030	-0.049	-0.048	-0.181	0.005	-0.084	0.135	9
	معدل الفترة	-0.045	-0.025	-0.263	0.008	-0.094	-0.053	0.034	0.012	-0.053		
	الانحراف المعياري	0.248	0.123	1.167	0.100	0.158	0.084	0.118	0.071	0.259		
	الأهمية النسبية	5	4	8	3	7	6	1	2			

كما ان معدل الفترة المبحوثة الممتدة من (2011) الى (2018) حسب ما يظهر في الجدول (3-5) إن المعدلات لها تتراوح بين (0,034) واكبر قيمة منخفضة (-0,263) وان الفترات التي حققت اعلى من معدل القطاعي العام هي (2014,2017,2018) اما الفترات المتبقية هي اقل من معدل القطاع الصناعي الذي تم ذكره انفا, وحسب ما يظهره الشكل (3-5) الذي يمثل المحور العمودي (معدلات صافي التدفق النقدي) والمحور الافقي السلسلة الزمنية , فكانت النتائج ان معدلات الشركات بشكل عام تتجه الى الارتفاع الملحوظ في السنوات الاخيرة ويقدر ميل الانحدار ب (0,015) .



الشكل (3-5) منحنى معدل صافي التدفق النقدي للسلسلة الزمنية (2011-2018)

المبحث الثاني

التحليل الاحصائي لمؤشرات الدراسة

يتم التعرف من خلال هذا المبحث مدى استقرارية البيانات وتقدير التأثير بين مؤشرات الدراسة, إذ سيتم استخدام اختبار جذر الوحدة للتعرف على المستوى الذي تكون فيه البيانات مستقرة و إختيار اسلوب تحليل التأثير المناسب, كما تمَّ استخدام اسلوب تحليل الانحدار البسيط والمتعدد في تقدير علاقات التأثير بين مؤشرات الدراسة , وتمَّ استخدام أسلوب تحليل (Panel Data) هو طريقة إحصائية ، تستخدم على نطاق واسع في العلوم الاجتماعية ، والاقتصاد القياسي لتحليل البيانات ثنائية الأبعاد (عادة عبر مقطعية وطولية) تمثل شركات (Cross) والفترات الزمنية (Period) . عادة ما يتم جمع البيانات بمرور الوقت وعلى نفس الشركات ثم يتم استخدام الانحدار البسيط ومتعدد حسب المؤشرات التي يتم اختبارها, وان تحليل (Panel Data) يتم استخراج نتائجه بواسطة برنامج (EViews) ونتائج الاختبار كالاتي:

أولاً: استقراريه السلسلة الزمنية (Stationary Time Series):

اختبار السلسلة الزمنية من الأساليب الإحصائية التي تتعامل مع سلوك وتفسير الظواهر خلال فترات معينة تحليل ثبات السلاسل الزمنية. الغرض من تحليل ثبات السلاسل الزمنية هو الحصول على وصف دقيق ، واكتشاف التوزيع البياني للظاهرة المدروسة ، وتسجيل القيم والتغيرات السابقة التي تحدث خلال فترات معينة ، من أجل الاستعداد لدراسة هذه التغييرات ومعرفة أسبابها والعواقب. ويفترض أيضًا أن صحة هذا النوع هي دراسة هذه الظواهر ، بحيث يمكن للباحث أن يتنبأ بدقة ويعرف الآثار في تفسير هذه الظاهرة. يعتمد استقرار السلاسل الزمنية على المتوسط الحسابي والتباين المستمر بمرور الوقت , تكون السلاسل الزمنية مستقرة عندما يكون لها متوسط مستمر وتباين ثابت تقريبا في التحليل ، ومعظم السلاسل الزمنية يمكن أن تكون ممارسة وتطبيقًا غير مستقرين ، وقد لا يُظهر الباحثة استقرار السلاسل الزمنية من خلال الاختبارات الرسومية والإحصائية ، لذلك ستستخدم الباحثة اختبار جذر الوحدة , و في ضوء ذلك يتم تحديد طريقة تحليل التأثير المناسبة.

الجدول (3-6) اختبار جذر الوحدة لمؤشرات الدراسة

المؤشر	Level		First Deference	
	ADF Statistics	Result	ADF Statistics	Result
AGR	-11.08**	Stationary	-	-
SGR	-10.45**	Stationary	-	-
DC	-8.68**	Stationary	-	-
CH	-8.72**	Stationary	-	-
NCF	-7.61**	Stationary	-	-

يلاحظ من الجدول (3-6) ان القيم التي سجلتها المؤشرات وهي معدل النمو الفعلي والمستدام ومؤشرات المرونة المالية هي معنوية عند المستوى والتي تعد مستقرة عند مستوى معنوية (0.01) وهذا يدل على ان البيانات مستقرة للفترة من (2011) الى (2018) ويمكن استخدام تحليل الانحدار البسيط والمتعدد.

ثانيا: اختبار علاقات التأثير:

تمَّ استخدام اسلوب تحليل الانحدار البسيط والمتعدد في تحليل علاقات التأثير بين متغيرات الدراسة وتم افتراض ثلاث فرضيات رئيسية و اثنين من الفرضيات الفرعية لكل منها , الفرضية الرئيسية الاولى تختبر علاقة تأثير معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام في قابلية الدين , في حين تختبر الفرضية الرئيسية الثانية علاقة تأثير معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام في الاحتجاز بالموجودات النقدية , أما الفرضية الرئيسية الثالثة تختبر علاقة تأثير معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام في صافي التدفق النقدي , واعتمدنا أيضًا في التحليل احصاءات منها معامل (بيتا) لتحديد التغيير المتوقع في المتغير التابع بسبب التغيير في وحدة واحدة من المتغير المستقل ، وتم استخدام معامل التحديد (R^2) لتحديد قدرة النموذج لشرح العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع ، وتم اختبار معنوية الفرضيات و قياس تأثير كل من المتغيرات المستقلة في المتغيرات التابعة بواسطة (t test) ، مما يشير إلى أهمية النتائج. بالإضافة إلى ذلك ، تم استخدام اختبار (F) لتحديد أهمية نموذج الانحدار البسيط والمتعدد, اعتمد الباحثة على مستوى الدلالة (0,05) للحكم

على مدى دلالة معنوية الاختبار وإذا كان مستوى الدلالة المحسوب اقل من مستوى الدلالة المعتمد (0,05) تقبل الفرضية والعكس بالعكس، ونتائج الاختبار كالاتي:

أولاً: الفرضية الرئيسة الاولى: تفترض هذه الفرضية بوجود علاقة تأثير موجبة وذات دلالة معنوية لمعدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام في قابلية الدين. وهذا يعني ان للمؤشر التابع هو قابلية الدين دالة حقيقية للمؤشرين النمو الفعلي والنمو المستدام وان اي تغير فيهما سيؤدي الى زيادة في قدرة الشركات على الدين , وسيتم استخدام اسلوب تحليل الانحدار المتعدد للتعرف على مقدار تأثير المؤشرين ومدى تفسيرهم للمؤشر التابع, وحسب النتائج التي اظهرها الجدول (7-3) ان المؤشران المستقلان النمو الفعلي والنمو المستدام تفسر ما مقدار (0.77) من التباين الحاصل في مؤشر قابلية الدين وانها نسبة مقبولة طبقا الى مستوى المعنوية (Sig) و المعنوية المحسوبة والبالغة (0,000). اما نتائج اختبار الفرضيات الفرعية هي كالاتي:

1. اختبار الفرضية الفرعية الاولى: افترضت الباحثة بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو الفعلي في قابلية الدين, وحسب نتائج الجدول (7-3) تبين ان هناك تأثير لمعدل النمو الفعلي في قابلية الدين وقد بلغت (0,47) وهي علاقة موجبة اي كلما زاد معدل النمو الفعلي زادت معها قابلية الدين, كما ان علاقة التأثير معنوية لان مستوى المعنوية المتحققة بلغت (0,000) وهي معنوية عند مستوى (0,05) وحسب هذه النتائج تقبل هذه الفرضية على مستوى هذه الدراسة.
2. اختبار الفرضية الفرعية الثانية: افترضت الباحثة بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو المستدام في قابلية الدين, وحسب نتائج الجدول (7-3) تبين ان هناك تأثير لمعدل النمو المستدام في قابلية الدين وقد بلغت (0,22) وهي علاقة موجبة اي كلما زاد معدل النمو المستدام زادت معها قابلية الدين, كما ان علاقة التأثير معنوية لان مستوى المعنوية المتحققة بلغت (0,005) وهي معنوية عند مستوى (0,05) وحسب هذه النتائج تقبل هذه الفرضية على مستوى هذه الدراسة.

الجدول (3-7) معامل تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في قابلية الدين

المؤشرات المستقلة	المؤشر التابع	التقديرات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	احصائية (t) t-Statistic	مستوى المعنوية Prob.	القرار
AGR	DC	0.47	0.024827	19.0727	0.000	قبول
SGR	DC	0.22	0.109035	2.037135	0.005	قبول
الثابت (C)	0,32	الطريقة المقطعية للمربعات الصغرى Method: Pooled Least Squares $DC = 0.32 + 0.47AGR + 0.22SGR$				
معامل التحديد (R^2)	0,77					
احصائية (F) F-statistic	7.68					
مستوى المعنوية	0.000					

التمايز بين الشركات حسب التأثير الثابت Fixed Effects (Cross)			التمايز بين الفترات حسب التأثير الثابت Fixed Effects (Period)			
الشركات (Cross)	التقديرات Coefficient	الترتيب	الفترات (Period)	التقديرات Coefficient	الترتيب	
01--C	0.279223	2	2011—C	-0.12801	8	
02—C	0.298223	1	2012—C	-0.12391	7	
03—C	0.003166	5	2013—C	0.02523	4	
04—C	-0.25242	10	2014—C	-0.01568	6	
05—C	-0.07497	6	2015—C	0.016441	5	
06—C	-0.24344	9	2016—C	0.080055	2	
07—C	-0.10318	7	2017—C	0.085058	1	

08—C	-0.12459	8	2018—C	0.060808	3	
09—C	0.108992	4				
10—C	0.111181	3				
المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج (EViews)						

إن التحليل التمّيزي للتأثير الثابت (Fixed Effects) الذي اظهره الجدول (3-7) في الجزئيين: الأول يظهر تمايز تأثير على مستوى الشركات (Cross) اذ ان خمس شركات كانت موجبة اي كان التأثير فيها اكبر من الشركات الخمس الاخرى , وان الشركة (بغداد للمشروبات الغازية) تميزت في الترتيب الاول بنسبة التأثير تليها شركة (بغداد لصناعة مواد التغليف) اما نسبة التأثير الضعيفة كانت لخمس شركات كانت في مقدمتها وهي (العراقية للسجاد والمشروبات في الترتيب العاشر قبلها في الترتيب التاسع (شركة الصنائع الكمياوية المعاصرة), أما الجزء الثاني يبين التمايز بنسبة تأثير على مستوى السلسلة الزمنية او الفترات (Period) فقد كانت خمس فترات موجبة وثلاث منها سالبة اذ كانت افضل فترتين هي (2016,2017) على التوالي, اما ادنى فترتين على التوالي هي (2011,2012).

ثانيا: الفرضية الرئيسة الثانية : تفترض هذه الفرضية بوجود علاقة تأثير موجبة وذات دلالة معنوية لمعدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام في الاحتجاز بالموجودات النقدية , وهذا يعني ان للمؤشر التابع وهو الموجودات النقدية دالة حقيقية للمؤشرين النمو الفعلي والنمو المستدام وان أي تغير فيهما سيؤدي إلى زيادة في قدرة الشركات على زيادة الموجودات النقدية , وسيتم استخدام اسلوب تحليل الانحدار المتعدد للتعرف على مقدار تأثير المؤشرين ومدى تفسيرهم للمؤشر التابع, وحسب النتائج التي اظهرها الجدول (3-8) ان المؤشران المستقلان النمو الفعلي والنمو المستدام تفسر ما مقدار (0,49) من التباين الحاصل في مؤشر الحفاظ على الموجودات النقدية وانها نسبة مقبولة طبقا الى مستوى المعنوية (Sig) و المعنوية المحسوبة والبالغة (0,001). اما نتائج اختبار الفرضيات الفرعية هي كالاتي:

1. اختبار الفرضية الفرعية الأولى: افترضت الباحثة بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو الفعلي في الحفاظ على الموجودات النقدية ,وحسب نتائج الجدول (3-8) تبين ان هناك تأثير لمعدل النمو الفعلي في الاحتجاز بالموجودات النقدية وقد بلغت

(0,66) وهي علاقة موجبة اي كلما زاد معدل النمو الفعلي زادت معها الاحتجاز بالموجودات النقدية , كما ان علاقة التأثير معنوية لان مستوى المعنوية المتحققة بلغت (0,000) وهي معنوية عند مستوى (0,05) وحسب هذه النتائج تقبل هذه الفرضية على مستوى هذه الدراسة.

2. اختبار الفرضية الفرعية الثانية: افترضت الباحثة بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو المستدام في الاحتجاز بالموجودات النقدية , و حسب نتائج الجدول (3-8) تبين ان هناك تأثير لمعدل النمو المستدام في الاحتجاز بالموجودات النقدية وقد بلغت (0,40) وهي علاقة موجبة اي كلما زاد معدل النمو المستدام زاد معها الاحتجاز بالموجودات النقدية , كما ان علاقة التأثير معنوية لان مستوى المعنوية المتحققة بلغت (0,002) وهي معنوية عند مستوى (0,05) وحسب هذه النتائج تقبل هذه الفرضية على مستوى هذه الدراسة.

الجدول (3-8) معامل تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في الاحتفاظ بالموجودات النقدية

المؤشرات المستقلة	المؤشر التابع	التقديرات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	احصائية (t) t-Statistic	مستوى المعنوية Prob.	القرار
AGR	CA	0.66	0.0815	8.09816	0.000	قبول
SGR	CA	0.40	0.1908	2.096436	0.002	قبول
الثابت (C)	0,38	الطريقة المقطعية للمربعات الصغرى Method: Pooled Least Squares $CA = 0.38 + 0.66AGR + 0.40SGR$				
معامل التحديد (R^2)	0,49					
احصائية (F) F-statistic	6.082					
مستوى المعنوية	0.001					

التمايز بين الشركات حسب التأثير الثابت Fixed Effects (Cross)			التمايز بين الفترات حسب التأثير الثابت Fixed Effects (Period)			
الشركات (Cross)	التقديرات Coefficient	الترتيب	الفترات (Period)	التقديرات Coefficient	الترتيب	
01—C	0.38089	1	2011—C	-0.11891	5	
02—C	-0.95495	10	2012—C	-0.25705	6	
03—C	0.104678	5	2013—C	0.379926	3	
04—C	-0.22266	8	2014—C	-1.26549	8	
05—C	-0.53393	9	2015—C	-0.40701	7	
06—C	-0.21496	7	2016—C	1.080127	1	
07—C	-0.14884	6	2017—C	0.591466	2	
08—C	0.336195	2	2018—C	-0.00306	4	
09—C	0.2126789	3				
10—C	0.2028413	4				

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج (EViews)

إن التحليل التميزي للتأثير الثابت (Fixed Effects) الذي اظهره الجدول (3-8) في الجزئيين: الأول يظهر تمايز تأثير على مستوى الشركات (Cross) إذ إن خمس شركات كانت موجبة أي كان التأثير فيها أكبر من الشركات الخمس الاخرى , وإن الشركة (بغداد لصناعة مواد التغليف) تميزت في الترتيب الاول بنسبة التأثير تليها شركة (الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية) أما نسبة التأثير الضعيفة كانت لخمس شركات كانت في مقدمتها وهي (بغداد للمشروبات الغازية) في الترتيب العاشر قبلها في الترتيب التاسع (المنصور للصناعات الدوائية), أما الجزء الثاني يبين التمايز بنسبة تأثير على مستوى السلسلة الزمنية او الفترات (Period) فقد كانت هناك ثلاث فترات موجبة وخمس منها سالبة اذ كانت افضل فترتين هي (2016,2017) على التوالي, اما ادنى فترتين على التوالي هي (2014,2015).

ثالثا: الفرضية الرئيسة الثالثة: تفترض هذه الفرضية بوجود علاقة تأثير موجبة وذات دلالة معنوية لمعدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام في صافي التدفق النقدي وهذا يعني ان للمؤشر التابع هو صافي التدفق النقدي دالة حقيقية للمؤشرين النمو الفعلي والنمو المستدام وان اي تغير فيهما سيؤدي الى زيادة في قدرة الشركات على زيادة التدفقات النقدية , وسيتم استخدام اسلوب تحليل الانحدار المتعدد للتعرف على مقدار تأثير المؤشرين ومدى تفسيرهم للمؤشر التابع, وحسب النتائج التي اظهرها الجدول (9-3) ان المؤشران المستقلان النمو الفعلي والنمو المستدام تفسر ما مقدار (0,71) من التباين الحاصل في مؤشر صافي التدفق النقدي وانها نسبة مقبولة طبقا الى مستوى المعنوية (Sig) و المعنوية المحسوبة والبالغة (0,000). اما نتائج اختبار الفرضيات الفرعية هي كالاتي:

1. اختبار الفرضية الفرعية الاولى: افترضت الباحثة بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو الفعلي في صافي التدفق النقدي,وحسب نتائج الجدول (9-3) تبين ان هناك تأثير لمعدل النمو الفعلي في صافي التدفق النقدي , وقد بلغت (0,61) وهي علاقة موجبة اي كلما زاد معدل النمو الفعلي زادت معها صافي التدفق النقدي, كما ان علاقة التأثير معنوية لان مستوى المعنوية المتحققة بلغت (0,000) وهي معنوية عند مستوى (0,05) وحسب هذه النتائج تقبل هذه الفرضية على مستوى هذه الدراسة.
2. اختبار الفرضية الفرعية الثانية: افترضت الباحثة بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو المستدام في صافي التدفق النقدي, وحسب نتائج الجدول (9-3) تبين ان هناك تأثير لمعدل النمو المستدام في صافي التدفق النقدي قد بلغت (0,64) وهي علاقة موجبة اي كلما زاد معدل النمو المستدام زادت معها صافي التدفق النقدي , كما ان علاقة التأثير معنوية لان مستوى المعنوية المتحققة بلغت (0,000) وهي معنوية عند مستوى (0,05) وحسب هذه النتائج تقبل هذه الفرضية على مستوى هذه الدراسة.

الجدول (3-9) معامل تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في صافي التدفق النقدي

المؤشرات المستقلة	المؤشر التابع	التقديرات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	احصائية (t) t-Statistic	مستوى المعنوية Prob.	القرار
AGR	NCF	0.61	0.05907	10.32673	0.000	قبول
SGR	NCF	0.64	0.04658	13.7398	0.000	قبول
الثابت (C)	0,022	الطريقة المقطعية للمربعات الصغرى Method: Pooled Least Squares $NCF = 0.022 + 0.61AGR + 0.64SGR$				
معامل التحديد (R^2)	0,71					
احصائية (F) F-statistic	7.892					
مستوى المعنوية	0.000					

التمايز بين الشركات حسب التأثير الثابت Fixed Effects (Cross)			التمايز بين الفترات حسب التأثير الثابت Fixed Effects (Period)		
الشركات (Cross)	التقديرات Coefficient	الترتيب	الفترات (Period)	التقديرات Coefficient	الترتيب
01—C	0.03617	5	2011—C	-0.00618	5
02—C	0.117686	2	2012—C	0.027837	4
03—C	-0.459	10	2013—C	-0.2372	7
04—C	0.06542	3	2014—C	0.061306	3
05—C	0.050465	4	2015—C	-0.03236	8
06—C	0.024187	6	2016—C	-0.009	6
07—C	0.157486	1	2017—C	0.116533	1

	2	0.079065	2018—C	7	0.024015	08—C
				8	-0.00821	09—C
				9	-0.01801	10—C

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج (EViews)

إن التحليل التميزي للتأثير الثابت (Fixed Effects) الذي اظهره الجدول (3-9) في الجزئيين: الأول يظهر تمايز تأثير على مستوى الشركات (Cross) اذ ان سبع شركات كانت موجبة اي كان التأثير فيها اكبر من الشركات الثلاث الاخرى . وان الشركة (الخياطة الحديثة) تميزت في الترتيب الاول بنسبة التأثير تليها شركة (بغداد للمشروبات الغازية) اما نسبة التأثير الضعيفة كانت ثلاثة شركات كانت في مقدمتها وهي (العراقية للتصنيع وتسويق التمور) في الترتيب العاشر قبلها في الترتيب التاسع (العراقية للاعمال الهندسية), أما الجزء الثاني يبين التمايز بنسبة تأثير على مستوى السلسلة الزمنية او الفترات (Period) فقد كانت هناك اربع فترات موجبة واربعة منها سالبة إذ كانت أفضل فترتين هي (2017,2018) على التوالي, أما ادنى فترتين على التوالي هي (2013,2015).

الفصل الرابع : الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الأول : الاستنتاجات

المبحث الثاني : التوصيات

المبحث الأول: الاستنتاجات

أولا : الاستنتاجات النظرية

1. أظهرت النتائج ان رغبة الإدارة بالاحتجاز بالمرونة المالية هي العامل الرئيسي المؤثر على قرارات التمويل في هذه الشركات .
2. تؤكد الدراسات المالية على ضرورة تبني أنظمة مالية مرنة لمساعدة الشركات على استثمار الفرص المتاحة و مواجهة التهديدات التي تؤدي بها الى الإفلاس .
3. بينت التطورات المعاصرة في الإدارة المالية ان معدل النمو هو احد الأسس المهمة في القرارات المالية في مختلف الشركات حيث يساهم في استثمار الفرص , و تجنب التهديدات التي تواجهها .
4. ان وضع استراتيجيات مناسبة للمرونة المالية يعد امر أساسي للنجاح خاصة بعد الازمات المالية المتكررة في كافة انحاء العالم .

ثانيا : الاستنتاجات التطبيقية :-

1. اظهر مؤشر التحليل المالي لمعدل النمو الفعلي (AGR) ان هناك اثنين من الشركات , العراقية لتصنيع و تسويق التمور و العراقية للاعمال الهندسية لم يكن تطبيقها بالشكل المطلوب و كان ذلك بسبب عدم تحقيقها للعائد على الموجودات مما جعلها مهددة بالافلاس اكثر من غيرها .
2. التحليل المالي لمعدل النمو الفعلي بين ان هناك ثلاثة من الشركات , بغداد للمشروبات الغازية , العراقية للسجاد و المفروشات و الخياطة الحديثة كان تطبيقها بالمستوى المطلوب وحققت معدل نمو اعلى من المعدل القطاعي وذلك بسبب تحقيقها للعائد على الموجودات مما جعلها افضل من الشركات الأخرى .
3. بين التحليل المالي لمؤشر النمو المستدام ان هناك أربع شركات , بغداد للمشروبات الغازية , العراقية للسجاد و المفروشات , الصنائع الكيمياوية العصرية و الخياطة الحديثة حققت معدل نمو مستدام أعلى من المعدل القطاعي وذلك بسبب كون قدرتها على الديون أعلى من الشركات الأخرى.

4. أظهرت نتائج تحليل المؤشرات الثلاثة للمرونة المالية إن الشركات المبحوثة اختلفت في تطبيقها لتلك المؤشرات وهذا يعود الى عمق ادراك الشركات التي حققت مرونة مالية عالية بضرورة تحصين نفسها من الصدمات غير المتوقعة .
5. أظهرت الدراسة ان هناك خمسة من الشركات المبحوثة , بغداد لصناعة مواد التغليف , العراقية لتصنيع و تسويق التمور , الخياطة الحديثة , الوطنية للصناعات الكيمياوية و البلاستيكية و انتاج الألبسة الجاهزة و التجارة العامة تحافظ على النقد أكثر من الشركات الأخرى مما جعلها اكثر قدرة على استثمار الفرص المتاحة , و مواجهة التهديدات .
6. هناك أربعة من الشركات , العراقية لتصنيع و تسويق التمور , الصنائع الكيمياوية العصرية ,العراقية للاعمال الهندسية و انتاج الألبسة الجاهزة و التجارة العامة لم تعمل على توفير صافي تدفق نقدي مما يؤدي الى خفض قيمة المرونة المالية لهذه الشركات .
7. اظهر مؤشر قابلية الدين أن هناك اربعة من الشركات , بغداد لصناعة مواد التغليف , بغداد للمشروبات الغازية , العراقية للاعمال الهندسية و انتاج الألبسة الجاهزة و التجارة العامة لديها قدرة على الاقتراض , و ذلك من خلال امتلاكها للموجودات التي تستخدمها كضمان لمجموع ديون الشركة .

المبحث الثاني: التوصيات

1. تعزيز أداء الشركات و إعادة النظر في سياساتها و الاستفادة من العلاقة بين النمو و المرونة لرفع مستوى أدائها .
2. اعتماد أدوات تحليل مختلفة و متنوعة مثل السيولة و الربحية لقياس الأداء المالي للشركات .
3. مراعاة مستوى معدل النمو المستدام لانه يؤثر بشكل مباشر اما في زيادة المرونة المالية او العكس .
4. مقارنة معدل النمو المستدام للشركة مع الشركات الأخرى للتعرف على أداء هذا القطاع.
5. تحقيق مستويات عالية من المرونة المالية للتعامل مع الصدمات السلبية المستقبلية .
6. استخدام الرافعة المالية (نسبة الدين / حق الملكية) كمقياس لقياس قيمة المرونة المالية للشركة , حيث ان لها تأثيرات إيجابية كبيرة على أدائها .
7. يجب على مدراء الشركات مراعاة المرونة المالية في قرارات سياسة توزيع الأرباح .
8. زيادة قدرة الدين و الاحتجاز بالموجودات النقدية لمواجهة الظروف السلبية .

المصادر

المصادر و المراجع

أولا : المصادر العربية

أ – القران الكريم

ب – المجلات

1. ابراهيم, ارشد فؤاد/ وعبدالستار, اسراء امين, 2019 " تأثير كفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في فجوة النمو المستديم: دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة, العدد 57.
2. جبر , شذى عبد الحسين, & حسن , انوار مصطفى. (2016). تحليل الارباح المتوقعة باطار العلاقة بين النمو المستدام والنمو الفعلي. مجلة دراسات محاسبية ومالية, 11(36).
3. الزبيدي, حسن لطيف, وجبار, إبراهيم جاسم, 2019 " فاعلية التمويل الخارجي في تحقيق التنمية الاقتصادية في العراق" مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الانسانية, العدد 25 .
4. الطائي, يوسف حجيم, والجبوري, حيدر جاسم عبيد, 2017 " المرونة المالية وتأثيرها في الحد من هشاشة النظام المصرفي: دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية الخاصة" مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية, المجلد 14, العدد 3.
5. العطوي , مهند حميد ياسر, (2018)" توظيف مؤشرات تمويل النمو المستدام في الحد من الهشاشة المالية : دراسة مقارنة بين شركات التامين العراقية والاماراتية" مجلة المثنى للعلوم الإدارية و الاقتصادية .
6. علي, رحمن حسن/ وعبيد, مروان شاكر, 2020 " تحليل مؤشرات النمو الاقتصادي في بيئة الاقتصاد العراقي للمدة 2004 – 2017" مجلة الكود للعلوم الاقتصادية والادارية, العدد 35.
7. الفقي , رشا علي إبراهيم, (2020) " انعكاس العلاقة بين هيكل الملكية و مستوى الافصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام بالتطبيق على شركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية " كلية التجارة , جامعة قناة السويس .

8. محمد, فاطمة جاسم, ونجم, بان توفيق , 2009 " اثر الملكية في المرونة المالية للمصارف: دراسة مقارنة بين مصرفي الشرق الاوسط العراقي للاستثمار ومصرف الاستثمار السعودي" مجلة الاقتصادي الخليجي, العدد 16.

9. نعمة, نغم حسين, ومحمد, مريم سلام,2019 " دور أداة التوريق في تخفيض المخاطرة الائتمانية "دراسة تطبيقية في مصرف" مجلة الدنانير, المجلد 1, العدد 16.

ج - الرسائل و الأطاريح

10.الجبوري, حيدر جاسم عبيد , 2017 " توظيف المرونة المالية في الحد من هشاشة المصارف من خلال إدارة المخاطر" دراسة تحليلية في عدد من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة و الأقتصاد , جامعة الكوفة .

11.عبد القادر, بن كحلة,2015 " اثر التمويل بالسندات على هيكل رأس مال المؤسسة: دراسة حال البنك الوطني الجزائري (BNA)" رسالة ماجستير منشورة, جامعة عبد الحميد ابن باديس مستغانم, كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير, تخصص بنوك, الجزائر

12.قيرة, عمر,2018 " الهندسة المالية وادارة مخاطر تمييع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة شركة مؤشر CAC 40 " اطروحة دكتوراه منشورة, كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير, جامعة فرحات عباس سطيف.

ثانيا : المصادر الأجنبية

A: Books

13. Barbera, E., Grandi, A., Borella, L., Bertucco, A., & Sforza, E. (2019). Continuous cultivation as a method to assess the maximum specific growth rate of photosynthetic organisms. Frontiers in bioengineering and biotechnology, 7, 274.

14. De Willigen, P., & Van Noordwijk, M. (1989). Rooting depth, synchronization, synlocalization and N-use efficiency under humid

tropical conditions. Nutrient Management for Food Crop Production in Tropical Farming Systems, 145-156.

15. Dhital, S., Gomis-Porqueras, P., & Haslag, J. (2020). Monetary and Fiscal Policy Interactions in a Frictional Model of Money, Nominal Public Debt and Banking (No. 2020-02).

16. Kanamori, H. (1972). What accounts for Japan's high rate of growth?. Review of Income and Wealth, 18(2), 155-171.

17. Katagiri, M. (2011). A macroeconomic approach to a firm's capital structure.

18. Leon-Ledesma, M., & Thirlwall, A. P. (2000). Is the natural rate of growth exogenous?. PSL Quarterly Review, 53(215).

19. León-Ledesma, M., & Thirlwall, A. P. (2007). Is the Natural Rate of Growth Exogenous?. Economic Growth: New Directions in Theory and Policy, 32.

20. Lindström, O., & Heshmati, A. (2004). Interaction of real and financial flexibility-an empirical analysis.

21. Ross, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. D. (2008). Fundamentals of corporate finance. Tata McGraw-Hill Education.

22. Smart, N. (2018). Examining cooperative sustainable growth rates: who is growing broke? (Kansas State University).

B: Journals & Periodicals

23. Agha, M., & Faff, R. (2014). An investigation of the asymmetric link between credit re-ratings and corporate financial decisions:“Flicking the switch” with financial flexibility. Journal of Corporate Finance, 5

24. Alina, S., Zhen, W., Vyacheslavovna, R. E., & Valerievna, R. S. (2019). Russian gas companies' financial strategy considering sustainable growth. Экономика региона, 15(1).

25. Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B., & Weisbenner, S. (2009). Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis (No. w14990). National Bureau of Economic Research.

26. Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. Corporate Governance: The international journal of business in society.

27. Amouzesh, N., Moeinfar, Z., & Mousavi, Z. (2011). Sustainable growth rate and firm performance: Evidence from Iran Stock Exchange. International Journal of Business and Social Science, 2(23.)

28. Anderson, R. W., & Nyborg, K. G. (2011). Financing and corporate growth under repeated moral hazard. Journal of Financial Intermediation, 20(1), 1-24.

29. Ang, J., & Smedema, A. (2011). Financial flexibility: Do firms prepare for recession?. Journal of corporate finance, 17(3), 774-787.

30. Arief, M., Thoyib, A., Sudiro, A., & Rohman, F. (2013). The effect of entrepreneurial orientation on the firm performance through strategic flexibility: A study on the SMEs cluster in Malang. Journal of Management Research, 5(3), 44-62

31. Arora, L., Kumar, S., & Verma, P. (2018). Revisiting the asset pricing paradigm using sustainable growth rate. International Journal of Economics and Business Research, 16(1), 46-62.

32. Arslan, O., Florackis, C., & Ozkan, A. (2010). Financial flexibility, corporate investment and performance. SSRN eLibrary.

33. Athanasakou, V. E., & Athanassakos, G. (2019). Earnings quality and book-to-market in the cross section of expected returns, Multinational Finance Journal,, vol. 23, no. 3/4, 169–210.

34. Attig, N., Boubakri, N., El Ghoul, S., & Guedhami, O. (2016). The global financial crisis, family control, and dividend policy. Financial Management, 45(2), 291-313.

35. Bahadori, M., Talebnia, G., & Imani, Z. (2015). A study on the Relationship between Financial Flexibility and Cash Policies of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. Journal of Applied Environmental and Biological Sciences, 5(7), 138-143.

36. Bajo-Rubio, O., & Díaz-Roldán, C. (2015). Economic growth and the balance-of-payments constraint: The case of the spanish regions, 1988–2009. Acta Oeconomica, 65(4), 617-628.

37. Bakhshi Jozam, M., & Shafii, H. (2015). The Role of Financial Reporting Quality on the Relation between Reducing the Limitations of Dividend and Investment Decisions. European Online Journal of Natural and Social Sciences: Proceedings, 4(1 (s)), pp-352.

38. Balezentis, T., & Novickyte, L. (2018). ARE LITHUANIAN FAMILY FARMS PROFITABLE AND FINANCIALLY SUSTAINABLE? EVIDENCE USING DUPONT MODEL, SUSTAINABLE GROWTH PARADIGM AND INDEX DECOMPOSITION ANALYSIS. Transformations in Business & Economics, 17(1).

39. Ball, L. (2014). Long-term damage from the Great Recession in OECD countries. European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, 11(2), 149-160.

40. Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. The journal of finance, 64(5), 1985-2021.

41. Bianchi, F., & llut, C. (2017). Monetary/fiscal policy mix and agents' beliefs. Review of economic Dynamics, 26, 113-139.

42. Brusov, P., Filatova, T., Orehova, N., Brusov, P., & Brusova, N. (2011). From Modigliani–Miller to general theory of capital cost and capital structure of the company. Research Journal of Economics, Business and ICT, 2.

43. Bruton, G. D. (1993). Retention rate, dept-equity, and return on assets: a theoretical risk reconciliation for small firm growth. SPOUDAI-Journal of Economics and Business, 43(3-4), 179-192.

44. Buigut, K., Soi, N., Koskei, I., & Kibet, J. (2013). The effect of capital structure on share price on listed firms in Kenya. A case of energy listed firms. European Journal of Business and Management, 5(9), 29-34.

45. Byoun, S. (2007). Financial Flexibility, Firm Size, and Capital Structure. Journal of Economic Literature.

46. Byoun, S. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward targets?. The Journal of Finance, 63(6), 3069-3096.

47. Byoun, S. (2011). Financial flexibility and capital structure decision. Available at SSRN 1108850.

48. Chen, H. Y., Gupta, M. C., Lee, A. C., & Lee, C. F. (2013). Sustainable growth rate, optimal growth rate, and optimal payout ratio: A joint optimization approach. Journal of Banking & Finance, 37(4), 1205-1222.

49. Chen, J., Song, W., & Goergen, M. (2019). Passing the dividend baton: the impact of dividend policy on new CEOs' initial compensation. Journal of Corporate Finance, 56, 458-481.

50. Chen, T., Harford, J., & Lin, C. (2017). Financial flexibility and corporate cash policy.

51. Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. Accounting & Finance, 58(3), 787-816 .

52. Chong, Z., Qin, C., & Ye, X. (2016). Environmental regulation, economic network and sustainable growth of urban agglomerations in China. Sustainability, 8(5), 467.

53. Chung, Y. P., Na, H. S., & Smith, R. (2013). How important is capital structure policy to firm survival?. Journal of Corporate Finance, 22, 83-103.

54. Daniel, N. D., Denis, D. J., & Naveen, L. (2008). Sources of financial flexibility: Evidence from cash flow shortfalls. Working Paper, Drexel University, Purdue University and Temple University.

55. Daniel, N. D., Denis, D. J., & Naveen, L. (2010). Sources of financial flexibility: Evidence from cash flow shortfalls. Drexel University.

56. Daniel, N., Denis, D., & Naveen, L. (2017). How do Firms Use Their Financial Flexibility. University of Pittsburgh .

57. De Wet, J. H. (2004). Growth sales and value creation terms of the financial strategy matrix.

58. DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). Capital structure, payout policy, and financial flexibility. Marshall school of business working paper no. FBE, 1.

59. DeAngelo, H., Gonçalves, A. S., & Stulz, R. M. (2018). Corporate deleveraging and financial flexibility. The Review of Financial Studies, 31(8), 3122-3174.

60. Degiannakis, S., Duffy, D., Filis, G., & Livada, A. (2016). Business cycle synchronisation in EMU: Can fiscal policy bring member-countries closer?. Economic modelling, 52, 551-563.

61. Demiroglu, C., & James, C. (2011). The use of bank lines of credit in corporate liquidity management: A review of empirical evidence. Journal of Banking & Finance, 35(4), 775-782.

62. Denis, D. J. (2011). Financial flexibility and corporate liquidity. Journal of corporate finance, 17(3), 667-674.

63. Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. Journal of Financial economics, 89(1), 62-82.

64. Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. The Review of Financial Studies, 23(1), 247-269.

65. Diamond, D. W., & He, Z. (2014). A theory of debt maturity: the long and short of debt overhang. The Journal of Finance, 69(2), 719-762.

66. Doma, S. S. B. A. (2013). Relationship quality as predictor of B2B customer loyalty. Systemıcs, Cybernetıcs And Informatıcs, 78-72 ,11(1) .

67. Drigă, I. (2012). Financial risks analysis for a commercial bank in the Romanian banking system. Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica, 14(1), 164-177.

68. Esin, F. (2015). Liquidity And Financial Flexibility Using The Cash Flow Statement. In International Academic Conference Proceedings, Vienna, Austria.

69. Felipe, J., Lanzafame, M., & Zhuang, J. (2014). The People's Republic of China's Potential Growth Rate: The Long-Run Constraints. Asian Development Bank Economics Working Paper Series, (418),1-34.

70. Fonseka, M. M., Ramos, C. G., & Tian, G. L. (2012). The most appropriate sustainable growth rate model for managers and researchers. Journal of Applied Business Research (JABR), 28(3), 481-500 .

71. Fuchs, L. S., & Fuchs, D. (2001). What Is Scientifically-Based Research on Progress Monitoring?. National Center on Student Progress Monitoring.

72. Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. The journal of finance, 63(5), 2263-2296.

73. Garmaise, M. J., & Natividad, G. (2018). Financial Flexibility: At What Cost?. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1-34.

74. Garner, J. L., Nam, J., & Ottoo, R. E. (2002). Determinants of corporate growth opportunities of emerging firms. Journal of Economics and Business, 54(1), 73-93.

75. Gatauwa, J. M., Kaijage, E. S., Sifunjo, K., & Kiriti-Nganga, T. W. 2017,The Intervening Influence of Economic Growth on Fiscal Policy

Stance and Public Expenditure in Kenya, The PanAfrican Journal of Business Management, volume 1(2), 21-37.

76. Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. Journal of financial economics, 60(2-3), 187-243.

77. Gregory, R. P. (2020). The Effect of Political Uncertainty on Financial Flexibility and Firm Value. Available at SSRN 3585726.

78. Gryko, J. (2018). Managing of Financial Flexibility. In Contemporary Trends in Accounting, Finance and Financial Institutions (pp. 43-55). Springer, Cham.

79. Guariglia, A., Liu, X., & Song, L. (2011). Internal finance and growth: Microeconometric evidence on Chinese firms. Journal of Development Economics, 96(1), 79-94.

80. Guerguil, M., Mandon, P., & Tapsoba, R. (2017). Flexible fiscal rules and countercyclical fiscal policy. Journal of Macroeconomics, 52, 189-220.

81. Günay, F., & Fatih, E. C. E. R. (2020). Cash Flow Based Financial Performance of Borsa İstanbul Tourism Companies by EntropyMAIRCA Integrated Model. Journal of multidisciplinary academic tourism, 5(1), 29-37.

82. Guo, D., & Jiang, K. (2013). Venture capital investment and the performance of entrepreneurial firms: Evidence from China. Journal of Corporate Finance, 22, 375-395.

83. Guo, H., & Cao, Z. (2014). Strategic flexibility and SME performance in an emerging economy. Journal of Organizational Change Management ,Vol. 27 No. 2, 273-298

84. Hailu, G., & Goddard, E. W. (2009). Sustainable Growth and Capital Constraints: The Demutualization of Lilydale Cooperative Ltd. Journal of Cooperatives, 23(1142-2016-92763), 129-.116

85. Halicioglu, F. (2012). Balance-of-payments-constrained growth: the case of Turkey. Journal of Post Keynesian Economics, 35(1), 19-.1

86. Hallen, B. L., & Eisenhardt, K. M. (2012). Catalyzing strategies and efficient tie formation: How entrepreneurial firms obtain investment ties. Academy of Management Journal, 55(1), 35-70.

87. Han, M. (2007). Achieving superior internationalization through strategic ambidexterity. Journal of Enterprising Culture, 15(01), 43-77.

88. Harris, C. (2015). Financial flexibility and capital structure. Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 19(2), 119.

89. He, W., Ng, L., Zaiats, N., & Zhang, B. (2017). Dividend policy and earnings management across countries. Journal of Corporate Finance, 42, 267-286.

90. Heizer.J , Render.B&Munson.C, 2016 "Operations Management" Sustainability and Supply Chain Management (12th Edition)-pearson .

91. Hermawan, D. A. (2012). Pengaruh Debt To Equity Ratio, Earning Per Share dan Net Profit Margin Terhadap Return Saham. Management Analysis Journal, 1(1).

92. Hermuningsih, S., Kirana, K. C., & Erawati, T. (2019). DOES GROWTH

93. Hess, D., & Immenkötter, P. (2014). How much is too much? Debt Capacity and Financial Flexibility. Debt Capacity and Financial Flexibility (March 2014).6

94. Hirsch, J. A., Harvey, H. B., Barr, R. M., Donovan, W. D., Duszak, R., Nicola, G. N., ... & Manchikanti, L. (2016). Sustainable growth rate repealed, MACRA revealed: historical context and analysis of recent changes in Medicare physician payment methodologies. American Journal of Neuroradiology, 37(2), 210-214.

95. Hooper, E. (2019). Sustainable growth and financial markets in a natural resource-rich country. Structural Change and Economic Dynamics, 51, 341-348.

96. Hung, R., & Liu, G. (2009). Study on the enterprise sustainable growth and the leverage mechanism. International journal of Business and Management, 4(3), 200-205.

97. Hutami, R. P. (2012). Pengaruh Dividend Per Share, Return On Equity Dan Net Profit Margin Terhadap Harga Saham Perusahaaan Industri Manufaktur Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia Periode 20062010. Nominal: Barometer Riset Akuntansi dan Manajemen, 1(2), 104-123.

98. Hutapea, A. W., & Saerang, I. S. (2017). Pengaruh Return On Assets, Net Profit Margin, Debt To Equity Ratio, Dan Total Assets Turnover Terhadap Harga Saham Industri Otomotif Dan Komponen Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi, 5(2).

99. Ibarra, V. C. (2009). Cash flow ratios: Tools for financial analysis. Journal of International Business Research, 8(SI. 1), 91.

100. Ito, T. (2016). Japanization: Is it Endemic or Epidemic? (No. w21954). National Bureau of Economic Research,1-56.

101. Jermann, U., & Quadrini, V. (2006). Financial innovations and macroeconomic volatility (No. w12308). National Bureau of Economic Research.

102. Jović, Z., Vićentijević, K., & Glišović, N. (2016). Sustainable growth rate of agricultural and food enterprises in Serbia. Economics of Agriculture, 63(1), 9-28.

103. Kamasak, R., Yavuz, M., Karagulle, A. O., & Agca, T. (2016). Importance of strategic flexibility on the knowledge and innovation relationship: an emerging market study. Procedia-Social and Behavioral Sciences, 229, 126-132.

104. Kanani, M. A., Moradi, J., & Valipour, H. (2013). Sustainable growth and firm risk from the signaling perspective. Asian Economic and Financial Review, 3(5), 660.

105. Kanchu, T., & Kumar, M. M. (2013). Risk management in banking sector–an empirical study. International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research, 2(2), 153-.145

106. Kangarlouei, S. J., Ramizipour, B., & Motavassel, M. (2014). Investigation of the Impact of Free Cash Flows on Financial Flexibility and Dividend Policy in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. International Journal of Banking, Risk and Insurance, 2(2), 1.

107. Kawamoto, T., Ozaki, T., Kato, N., & Maehashi, K. (2017). Methodology for estimating output gap and potential growth rate: An update. Bank of Japan Research Paper, Bank of Japan, Tokyo.

108. Khuntia, J., Saldanha, T., & Kathuria, A. (2014). Dancing in the Tigers' Den: MNCs versus Local Firms Leveraging IT-Enabled

Strategic Flexibility,Thirty Fifth International Conference on Information Systems, Auckland, 1-19

109. Kijewska, A. (2016). Conditions for sustainable growth (SGR) for companies from metallurgy and mining sector in Poland. Metalurgija, 55(1), 139-142.

110. Kim, H. S., Brorsen, B. W., & Anderson, K. B. (2010). Profit margin hedging. American Journal of Agricultural Economics, 92(3), 638-653.

111. King'wara, R. (2015). The relationship between financial flexibility and dividend payouts: A case of listed firms in Kenya. European Journal of Business and Management, 7(3), 51-58 .

112. Kojima, W., Nakakura, T., Fukuda, A., Lin, C. P., Harada, M., Hashimoto, Y., & Yamamoto, R. (2020). Latitudinal cline of larval growth rate and its proximate mechanisms in a rhinoceros beetle. Functional Ecology.

113. Koussis, N., Martzoukos, S. H., & Trigeorgis, L. (2017). Corporate liquidity and dividend policy under uncertainty. Journal of Banking & Finance, 81, 1-50.

114. Kusnadi, Y. (2003). Corporate cash holdings and corporate governance mechanisms. Available at SSRN 479401.

115. Kuti, M. (2011). Cash flow at risk financial flexibility and financing constraint. Public Finance Quarterly, 56(4), 505.

116. Lai, C. A., & Poon, J. P. (2009). Location, marketing, and the financial flexibility of nonprofit performing arts organizations in second tier cities. Journal of Nonprofit & Public Sector Marketing, 21(2), 160-183.

117. Lai, K., Prasad, A., Wong, G., & Yusoff, I. (2020). Corporate deleveraging and financial flexibility: A Chinese case-study. PacificBasin Finance Journal, 101299.

118. Lanzafame, M. (2010). The endogeneity of the natural rate of growth in the regions of Italy. International Review of Applied Economics, 24(5), 1-39.

119. Lin, T. J., Chen, Y. P., & Tsai, H. F. (2017). The relationship among nformation asymmetry, dividend policy and ownership structure. Finance Research Letters, 20, 1-12.

120. Lin, Y., Zhao, S., & Li, N. (2014). A study of network-building HR practices for TMT, strategic flexibility and firm performance. Nankai Business Review International, Vol 5, No1, 95-114 .

121. Lins, K. V., Servaes, H., & Tufano, P. (2010). What drives corporate liquidity? An international survey of cash holdings and lines of credit. Journal of financial economics, 98(1), 160-176.

122. Liu, D., Zhang, H., Li, Y., Chen, X., & Liu, Y. (2017). Effects of composition and growth rate on the microstructure transformation of β-rods/lamellae/αrods in directionally solidified Mg-Li alloy. Materials & Design, 119, 199-207.

123. Liu, J., & Wu, Y. (2016, November). How to Assess the Sustainable Growth of Non-listed SMEs: Based on Factor Analysis Model. In First International Conference Economic and Business Management 2016. Atlantis Press.

124. Liu, Z. X. (2017). Financial flexibility and financial policy. Educational Research International, 6(2), 90-95.

125. Ma, C. A., Jin, Y., & Chang, H. (2015). Firm's Financial Flexibility: Driving Factors, Flexibility Degree and Economic Results: AComparison of America and China. International Journal of Economics and Finance, 7(11), 52-61.

126. Mahmood, Y., Rizwan, M. F., & Rashid, A. (2018). Exploring the Relationship between Financial Distress, Financial Flexibility, and Firm Performance: Empirical Evidence from Pakistan Stock Exchange. NICE Research Journal, 1-16.

127. Manaf, N. B. A., Saad, N. B. M., Mohamad, N. E. A. B., Ali, I. B. M., & Rahim, N. B. (2018). Determinants of sustainable growth rate (SGR) By using Zakon's Model to encounter with shariah compliance requirements for shariah securities compliance firms in Malaysia. International Journal of Industrial Management, 4, 61-69.

128. Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. Financial management, 39(4), 1339-1365.

129. Mari, C., & Marra, M. (2019). Valuing firm's financial flexibility under default risk and bankruptcy costs: a WACC based approach. International Journal of Managerial Finance.

130. Martínez, P., & del Bosque, I. R. (2013). CSR and customer loyalty: The roles of trust, customer identification with the company and satisfaction. International Journal of Hospitality Management, 35, 89-99.

131. Massa, M., Manconi, A., & Altieri, M. (2017). Corporate Bond Guarantees and The Value of Financial Flexibility.

132. Min, S., & Wolfinbarger, M. (2005). Market share, profit margin, and marketing efficiency of early movers, bricks and clicks, and specialists in e-commerce. Journal of Business Research, 58(8), 1030-1039.

133. Mittoo, U. R., & Bancel, F. (2011). Financial flexibility and the impact of the global financial crisis. International Journal of Managerial Finance.180

134. Momčilović, M., Begović, S. V., Tomašević, S., & Ercegovac, D. (2015). Sustainable growth rate: Evidence from agricultural and food enterprises. Management: Journal of Sustainable Business and Management Solutions in Emerging Economies, 20(76), 63-75.

135. Moran, J. F. (1997). The growth rate and balance of homogeneous tilings in the hyperbolic plane. Discrete Mathematics, 173(1-3), 186-151 .

136. Mukherjee, T., & Sen, S. S. (2018). Sustainable growth rate and its determinants: A study on some selected companies in India. Global Multidisciplinary, 10(1) .

137. Nadeem, N., Bashir, A., & Usman, M. (2018). Determinants of dividend policy of Banks: Evidence from Pakistan. The Pakistan Journal of Social Issues Special Issue(June), 19-27.

138. Nastiti, P. K. Y., Atahau, A. D. R., & Supramono, S. (2019). Working capital management and its influence on profitability and sustainable growth. Business: Theory and Practice, 20, 61-68.

139. Nordholt, N., Van Heerden, J., Kort, R., & Bruggeman, F. J. (2017). Effects of growth rate and promoter activity on single-cell protein expression. Scientific reports, 7(1), 1-11.

140. Nwankwo, D. J., Kalu, C. U., & Chiekezie, M. O. (2017). Fiscal policy-economic growth correlates: Further evidence from Nigeria economy. International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 7(1), 1-11.

141. Nyadzayo, M. W., & Khajehzadeh, S. (2016). The antecedents of customer loyalty: A moderated mediation model of customer relationship management quality and brand image. Journal of Retailing and Consumer Services, 30, 262-270.

142. Ofori Sasu, D., Abor, J. Y., & Osei, A. K. (2018). Dividend policy and shareholders' value: evidence from listed companies in Ghana. African Development Review, 29(2), 293-304.

143. Paldor, I., Chen, A. S., & Kaye, A. H. (2016). Growth rate of vestibular schwannoma. Journal of Clinical Neuroscience, 32, 1-8.

144. Pandit, N., & Tejani, R. (2011). Sustainable growth rate of textile and apparel segment of the Indian retail sector. Global Journal of Management and Business Research, 11(6).

145. Parasuraman, A., V. A. Zeithaml, and L. L. Berry (1985), "A Conceptual-Model of Service Quality and Its Implications for Future-Research," Journal of Marketing, 49 (4), 41-50

Pearson .

146. Pera, J. (2017). An enterprise's financial stability and its sustainable growth. A risk-based perspective. International Entrepreneurship Review, 3(2), 49-62.

147. Pérez, A., & Rodriguez del Bosque, I. (2015). Corporate social responsibility and customer loyalty: exploring the role of identification,

satisfaction and type of company. Journal of Services Marketing, 29(1), 15-25.

148. Pezzulli, E., Volonteri, M., Schneider, R., & Valiante, R. (2017). The sustainable growth of the first black holes. Monthly Notices of the Royal Astronomical Society, 471(1), 589-595.

149. Pickett, M. C. (2008). Sustainable growth modeling: A longitudinal analysis of Harley-Davidson Inc. ASBBS e-journal, 4(1), 171-176.

150. Poliduts, A., & Kapkaev, Y. (2015). Economic Growth: Types and Factors. In International Conference on Eurasian Economies,62-66

151. Price, P. K. (2017). Sustainable Growth Rate Repeal: Why the "Why" Matters. Missouri medicine, 113(1), 10.

152. Puteh, A. (2013). Pengaruh Current Ratio dan Total Assets Turnover Terhadap Return on Equity Pada Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Semnas Fekon: Optimisme Ekonomi Indonesia 2013, Antara Peluang dan Tantangan.

153. Radasanu, A. C. (2015). Cash-flow sustainable growth rate models. Journal of Public Administration, Finance and Law, (07), 62-70.

154. Rafindadi, A. A., & Bello, A. (2019). Is Dividend Payment of any Influence to Corporate Performance in Nigeria? Empirical Evidence from Panel Cointegration. International Journal of Economics and Financial Issues, 9(2), 48-58.

155. Rahim, N. (2017). Sustainable growth rate and firm performance: a case study in Malaysia. International Journal of Management, Innovation & Entrepreneurial Research, 3(2), 48-60.

156. Rahim, N., & Saad, N. (2014). Sustainable growth of public listed companies (PLC) using capital structure choices and firm performance

in an ASEAN market. Proceeding of the Global Summit on Education GSE, 4-5.

157. Raiyani, J. R. (2011). Performance analysis with sustainable growth rate: A case study international Journal of Research in Commerce. Economics and Management, 1, 118-123.

158. Ramos, A., Vidigal da Silva, J., Saraiva, M., & Lacerda, P. (2008). The long-term financing decision process: a comparative study of the views and practices of CFOS.

159. Rauyruen, Papassapa, and Kenneth E. Miller. 2007"Relationship quality as a predictor of B2B customer loyalty." Journal of business research 60(1),21-31.

160. Şahin, A., & Ergün, B. (2018). Financial Sustainable Growth Rate and Financial Ratios: A Research on Borsa İstanbul Manufacturing Firms. Journal of Business Research Turk, 10(1), 172-197.

161. Sari, N. M. V., & Budiasih, I. G. A. N. (2014). Pengaruh Debt To Equity Ratio, Firm Size, Inventory Turnover Dan Assets Turnover Pada Profitabilitas. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana, 6(2014) .

162. Sayyad, K., & Aneheim Ulvenäs, J. (2012). Examining the sources of financial flexibility: A study of firms listed in Sweden.

163. Setianto, R. H., & Kusumaputra, A. (2017). Corporate Financial Flexibility, Investment Activities, and Cash Holding: Evidence from Indonesia. Indonesian Capital Market Review, 9(2).

164. Sims, C. A. (2016, August). Fiscal policy, monetary policy and central bank independence. In Kansas Citi Fed Jackson Hole Conference.

165. Stahl, F., Heitmann, M., Lehmann, D. R., & Neslin, S. A. (2012). The impact of brand equity on customer acquisition, retention, and profit margin. Journal of marketing, 76(4), 44-63.

166. Steblyanskaya, A., Wang, Z., Ryabova, E. V., & Razmanova, S. V. (2019) , RUSSIAN GAS COMPANIES'FINANCIAL STRATEGY CONSIDERING SUSTAINABLE GROWTH.

167. Stokey, N. L. (2017). Aggregative Fiscal Policy. Journal of Political Economy, 125(6), 1756-1761.

168. Subbareddy, K., & Reddy, M. K. K. (2017). Sustainable Growth Rate and Firm Performance. In National Conference on Marketing and Sustainable Development October (Vol. 13, p. 14).

169. Sufi, A. (2009). Bank lines of credit in corporate finance: An empirical analysis. The Review of Financial Studies, 22(3) .

170. Supriyanto, J., & Darmawan, A. (2018). the Effect of Financial Ratio on Financial Distress in Predicting Bankruptcy. Journal of Applied Managerial Accounting, 2(1), 110-120.

171. Tan, J., Luan, S., Cao, B., Luo, K., Meng, X., & Kong, J. (2019). Evaluation of genetic parameters for reproductive traits and growth rate in the Pacific white shrimp Litopenaeus vannamei reared in brackish water. Aquaculture, 511,734244 .

172. Thirlwall, A. P. (2007). Keynes and economic development. Economia Aplicada, 11(3), 447-457.

173. Tucker, G. A. (1992). Plant growth: Interactions with nutrition and environment (Society for experimental biology seminar series 43) Edited by JR Porter and DW Lawlor; Cambridge University Press, ISBN 0521361338. FEBS Letters, 306(2-3), 280-280.

174. Tyrväinen, L., Uusitalo, M., Silvennoinen, H., & Hasu, E. (2014). Towards sustainable growth in nature-based tourism destinations: Clients' views of land use options in Finnish Lapland. Landscape and Urban Planning, 122, 1-15.

175. Uddenberg, A., Öhrwall Rönnbäck, A., & Almesåker, G. (2011). Explanatory Factors for Small Firms' Sustainable Growth: Developing an Assessment Model for Established SMEs. In ICSB Stockholm, June 15-18, 2011. ICSB.

176. Vandendriessche, H. J. (2000). A model of growth and sugar accumulation of sugar beet for potential production conditions: SUBEMOpo I . Theory and model structure. Agricultural Systems, 64(1),(1-19) .

177. Wang, F. (2019). Positive fiscal policy from the perspective of inflation-evidence from China, 3rd International Conference on Economics, Management Engineering and Education Technology .

178. Wei, Y., Ding, Y., & Xu, H. (2017, June). Financial Flexibility, Operational Cash Flow and R&D Investment. In 2017 International Conference on Management, Education and Social Science (ICMESS 2017). Atlantis Press.

179. Wikardi, L. D., & Wiyani, N. T. (2017). Pengaruh Debt to Equity Ratio, Firm Size, Inventory Turnover, Assets Turnover dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Profitabilitas (Studi Kasus Pada Industri Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2015). Jurnal Online Insan Akuntan, 2(1), 99-118.

180. Yang, J., Zhang, F., Jiang, X., & Sun, W. (2015). Strategic flexibility, green management, and firm competitiveness in an emerging economy. Technological Forecasting and Social Change, 101, 347-356.

181. Yasir, M. H., & Alabassi, Z. M. (2020). THE ROLE OF FINANCIAL FLEXIBILITY IN FACING THE FINANCIAL FAILURE CAUSED BY THE CORONA PANDEMIC: AN ANALYTICAL STUDY OF A SAMPLE OF COMPANIES LISTED ON THE IRAQI STOCK EXCHANGE. Journal of Critical Reviews, 7(10), 1589-1600.

182. Yemi, A. E., & Seriki, A. I. (2018). Retained Earnings and Firms' Market Value: Nigeria Experience. The Business & Management Review, 9(3), 482-496.

183. Yue, S., Shen, Y., & Yuan, J. (2019). Sustainable total factor productivity growth for 55 states: an application of the new malmquist index considering ecological footprint and human development index. Resources, Conservation and Recycling, 146, 475-483.

184. Yun, H. (2009). The choice of corporate liquidity and corporate governance. The Review of Financial Studies, 22(4), 1447-1475.

185. Zainudin, Z., Ibrahim, I., Said, R. M., & Hussain, H. I. (2017). Debt and Financial Performance of Reits In Malaysia: A Moderating Effect of Financial Flexibility. Jurnal Pengurusan (UKM Journal of Management 6.

186. Zeng, H., & Huang, Y. (2016). The impact of capital shocks on M & A transactions. *Studies in Economics and Finance*.

187. Zhang, N., Wu, T., Wang, B., Dong, L., & Ren, J. (2016). Sustainable water resource and endogenous economic growth. Technological Forecasting and Social Change, 112, 237-244.

188. Zhang, J., & He, Y. (2019, May). Financial Sources for Entrepreneurship: Taking Nanjing Pharmaceutical Company as an

Example. In 2019 International Conference on Management, Education Technology and Economics (ICMETE 2019). Atlantis Press.

189. Zhu, M., & Dai, X. (2018). On the intrinsic constraint of bacterial growth rate : M. tuberculosis's view of the protein translation capacity . Critical reviews in Microbiology, 44(4), 455-464.

190. Zivin, J. G., & Small, A. (2005). A Modigliani-Miller theory of altruistic corporate social responsibility. The BE Journal of Economic Analysis & Policy, 5(1).

191. Zuxin, Z. (2010, February). Research on index of economic growth quality. In 2010 The 2nd International Conference on Computer and Automation Engineering (ICCAE) (Vol. 2, pp. 30-33). IEEE.

C: Thesis and Dissertation

192. Chazireni, B. (2017). An investigation into corporate social responsibility on sustainable growth of wholesale and retail SMEs: a case study of Ethekwini Municipal Region (Doctoral dissertation).

193. Chua, S. H. (2012). Cash holdings, Capital structure and Financial flexibility (Doctoral dissertation, University of Nottingham).

194. Lameijer, M. (2016). Financial flexibility, Bidder's M&A performance, and the cross-border effect.

195. Pierrakakis, K. (2009). The sustainable growth paradigm: implications for technology and policy (Doctoral dissertation, Massachusetts Institute of Technology).

196. Smart, N. (2017). Sustainable Growth Rates for Cooperatives (Doctoral dissertation, Department of Agricultural Economics, Oklahoma State University).

الملاحق

ملحق (1) مجموع الموجودات الثابتة للشركات الصناعية المساهمة قيد الدراسة للفترة (2011-2018) دينار

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	242943514	330059668	476990522	571810145	650068018	765613356	781654979	779620602
2	بغداد للمشروبات الغازية	83405005609	88090744016	86397371564	96019419448	109036770680	183496115355	226773448658	231243792717
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	1959895939	2385368731	2342732742	3502696507	5323264667	7111939823	6767364584	7041535680
4	العراقية للسجاد والمفروشات	91059713	113197831	107353065	99407876	91454469	90435581	81275272	76288745
5	المنصور للصناعات الدوائية	1059582898	1003138809	1178944229	1121289801	1217977616	1399324007	2430001434	4875214457
6	الصنائع الكمياوية العصرية	197794241	124683924	181849463	1174692119	1501918374	116568827	106332000	437831918
7	الخياطة الحديثة	106150707	120041366	123256777	205041855	359284339	361506969	347130221	321418097
8	الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية	1426084412	2222279957	1679098646	1981080026	1679203194	1527224942	1557611326	1793048302
9	انتاج الالبسة الجاهزة	142060634	132802708	1119761356	1547176305	1527435766	1520451768	1518049605	1524264814
10	العراقية للأعمال الهندسية	1451347599	1410241809	1461993090	1406789534	1305550582	1150558213	1074875363	1035285846

ملحق (2) النقد للشركات الصناعية المساهمة قيد الدراسة للفترة (2011-2018) دينار

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	241181995	100826218	459869214	237453635	77006561	14354743	7765729	20529079
2	بغداد للمشروبات الغازية	11960749144	29014800603	22617512314	36672868749	62937208728	24098476207	23838063400	40740900796
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	13292280232	12733693913	5257394167	8370262539	5541860798	474427155	204515611	200797681
4	العراقية للسجاد والمفروشات	261083933	306191426	1087783744	1553996310	263416073	2198687975	2630965785	2643625868
5	المنصور للصناعات الدوائية	481129581	75518839	2118271917	2203224591	1719078205	1175150958	1608779503	76405578
6	الصنائع الكيماوية العصرية	86604804	228830004	31440679	34897418	13543658	13754342	13680015	12520347
7	الخياطة الحديثة	14964771	165591644	222312647	164456126	148840033	196904330	710585397	1508541426
8	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	1513930609	2072737672	2482792172	2405147819	915691034	926180887	1042017654	1646098893
9	انتاج الالبسة الجاهزة	222288861	5726910	31074518	32428221	55888961	98475068	338872482	261584798
10	العراقية للأعمال الهندسية	285579207	28173835	248790511	191240595	114214322	48409121	38000344	23863064

ملحق (3) الموجودات الكلية للشركات الصناعية المساهمة قيد الدراسة للفترة (2011-2018) دينار									
ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	568478891	555137931	1134911780	1105515679	1008209537	1043669807	1055897648	1039126621
2	بغداد للمشروبات الغازية	153494832628	173714648714	188537302986	197192580528	226907311687	263576845976	322213556769	350255595267
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	20943112927	21993436143	2096811692	22288453983	22506071056	21001098574	19942311853	26035669040
4	العراقية للسجاد والمفروشات	3153633467	3053033951	3476773080	3169695277	2790375822	2768262335	3136204756	3143394759
5	المنصور للصناعات الدوائية	3893597620	5104341874	7839866409	8161583614	8006206671	8143450589	8050176521	9504928526
6	الصنائع الكمياوية العصرية	6016173766	4913652445	5069523027	7882453067	9914364840	4920506108	4849833941	4617243593
7	الخياطة الحديثة	919071457	921371874	1046937518	1163389097	1639283379	1637536995	1880173733	2797280280
8	الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية	12449639875	12071339480	12389625465	9094135011	7703538349	6454923453	6041387749	6799280381
9	انتاج الالبسة الجاهزة و التجارة العامة	2836864258	2692038607	3230849629	2736659998	2713658631	2137644385	2363197627	3467038451
10	العراقية للأعمال الهندسية	1915112987	1622839329	1912495389	1743350424	1582025199	1361104629	1273064070	1219337273

ملحق (4)رأس المال المدفوع للشركات الصناعية المساهمة قيد الدراسة للفترة (2011-2018) دينار

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	540000000	540000000	1080000000	1080000000	1080000000	1080000000	1080000000	1080000000
2	بغداد للمشروبات الغازية	125000000000	133000000000	133000000000	133000000000	133000000000	133000000000	177333333333	177333333333
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	15000000000	15000000000	17250000000	17250000000	17250000000	17250000000	17250000000	17250000000
4	العراقية للسجاد والمفروشات	500000000	500000000	500000000	500000000	500000000	500000000	500000000	500000000
5	المنصور للصناعات الدوائية	3234633675	3234633675	6469267350	6469267350	6469267350	6469267350	6469267350	6469267350
6	الصنائع الكمياوية العصرية	75000000	90000000	135000000	180000000	180000000	180000000	180000000	180000000
7	الخياطة الحديثة	900000000	900000000	900000000	900000000	1000000000	1000000000	1000000000	1000000000
8	الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية	7593750000	15187500000	15187500000	15187500000	15187500000	15187500000	15187500000	15187500000
9	انتاج الالبسة الجاهزة	1350005049	1500000000	1593300000	1593300000	1593300000	1593300000	1593300000	1593300000
10	العراقية للأعمال الهندسية	1000000000	1000000000	1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	1500000000

ملحق (5) الاحتياطيات للشركات الصناعية المساهمة قيد الدراسة للفترة (2018-2011) دينار

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	3861528	9592877	49772028	7224827	-77098087	-73248012	-70622491	-52814036
2	بغداد للمشروبات الغازية	25175142198	34196140462	42716533377	56327491414	83680121991	104407153171	129312962146	155746634392
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	3605793689	4373017944	2236079074	3633089197	2828659609	2770066131	2817912441	11511792638
4	العراقية للسجاد والمفروشات	1384937124	1434290114	1505728484	1559983437	1490735112	1396604325	1596437543	1649318514
5	المنصور للصناعات الدوائية	328865580	669628182	924377676	803175666	1079688845	1057420349	1107745353	1197718297
6	الصنائع الكيماوية العصرية	4732290199	4759506799	4891144315	5084843928	5112621976	4653170376	4595634118	4362837360
7	الخياطة الحديثة	-107351566	-101724979	14437527	135222497	316054778	188372456	554074924	1059198357
8	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	3397062384	1671692436	2901656922	1871760145	2249219708	1378569512	1502027427	2018388486
9	انتاج الالبسة الجاهزة	417336777	126539600	36469985	273494038	294325408	237701809	280178504	382651869
10	العراقية للأعمال الهندسية	566949456	576636016	357256816	198898273	37632760	-183283664	-271324223	315051020

ملحق (6) الايرادات للشركات الصناعية المساهمة قيد الدراسة للفترة (2011-2018) دينار

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	139559436	167007737	179161200	110976300	46942100	116433567	120750000	88750000
2	بغداد للمشروبات الغازية	196180019744	225885090204	229936294615	207335846010	241013521911	264993250338	295830283372	333643739949
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	14740578762	13105617182	9795575179	7270732597	4649937493	5356935055	3539869423	2712684417
4	العراقية للسجاد والمفروشات	728729302	621759154	694291897	770694548	727169936	894297390	540756793	554442557
5	المنصور للصناعات الدوائية	2093239713	3504215869	3008280091	2478896246	3133089315	2282176686	2486909757	1914982036
6	الصنائع الكمياوية العصرية	495817000	1732290420	2305446200	4016270780	8360541057	24478950	260198850	
7	الخياطة الحديثة	415893142	354726928	424615761	602218547	852459189	788458625	1012124298	1070366746
8	الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية	4928510241	3423206893	11496682367	3072949475	1845134686	2382603953	271985075	3418478061
9	انتاج الالبسة الجاهزة	14511606977	5245326735	1633559387	830299754	1140800605	2215281990	6710272397	7371373992
10	العراقية للأعمال الهندسية	1683865569	1084649946	862308570	267059328	137196568	86886500	185838568	8600000

ملحق (7) مجموع المصروفات للشركات الصناعية المساهمة قيد الدراسة للفترة (2011-2018) دينار

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	139563532	160118997	130231848	150142701	138750526	112585071	120749088	31568133
2	بغداد للمشروبات الغازية	199989412834	210323450156	208122918502	188475166125	211121029675	227211301161	253798627727	284665302011
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	13470970173	11989633790	10009840540	7058457385	5808815771	7753207513	4830335450	5867898383
4	العراقية للسجاد والمفروشات	651871762	679812776	646696668	661842866	634304653	852083269	383911503	575419406
5	المنصور للصناعات الدوائية	1960261528	3128807035	2777816952	2049081147	2579573681	2286115815	2306898054	2206259906
6	الصنائع الكمياوية العصرية	377490688	1680461497	2134479495	3683626763	8209960400	220822761	320024161	233790910
7	الخياطة الحديثة	407789820	348445187	342405009	467744001	510393834	641145337	585876252	461641633
8	الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية	6671252922	5565703097	12648674060	5008682301	4266187671	3456607567	3093898413	3353972583
9	انتاج الالبسة الجاهزة	14159869788	5225153623	1647959383	1136140986	1266072732	2308565150	6547315165	7127056612
10	العراقية للأعمال الهندسية	1794756437	1070972600	844535874	430912618	354188721	264914510	330353124	58320343

ملحق (8) صافي الربح للشركات الصناعية المساهمة قيد الدراسة للفترة (2011-2018) دينار									
ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	بغداد لصناعة مواد التغليف		5731349	40179152			3850075	2625521	17808455
2	بغداد للمشروبات الغازية	3381847295	17013898011	21538321505	19735497165	26746784460	33530996725	37311371821	49011514083
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	835226805	881018886		69192236				-3199881913
4	العراقية للسجاد والمفروشات	170638599	181942101	184969990	167861383	162463740	163577577	228953338	352246189
5	المنصور للصناعات الدوائية	92058341	330762602	264749494	375494696	450581731		171317101	76095830
6	الصنائع الكمياوية العصرية	948569171	88736904	194638016	306200188	117779779			-232796758
7	الخياطة الحديثة	10175037	2403351	110886721	117654186	279357239	123937135	364263898	593370958
8	الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية							-394642378	456122921
9	انتاج الالبسة الجاهزة	300815855	37973472	4448884			6860226	140209262	161787848
10	العراقية للأعمال الهندسية	276531946	5747442	-4691869	-168169605	-213922296	-175964794	-144764556	-49720343

ملحق (9) صافي التدفق النقدي للشركات الصناعية المساهمة قيد الدراسة للفترة (2011-2018) دينار

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	223543225	-140355777	359042997	-222415580	-160447074	-62651818	-6589014	35094482
2	بغداد للمشروبات الغازية	3434672409	17054051459	-6397288289	14055356435	26264339979	-38838732521	-260412807	16902837396
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	-57623816	-558586319	-7476299746	3112868327	-2828401741	-5067433643	-269911544	-3717930
4	العراقية للسجاد والمفروشات	8687211	45107493	781592318	466212566	-1290580237	-43547278	432277810	12660083
5	المنصور للصناعات الدوائية	390950573	-405610742	2042753078	84952674	-484146386	-543927247	433628545	-1532374625
6	الصنائع الكمياوية العصرية	-701001691	142225200	-197389325	3456739	-21353760	3792694	-74327	-1159668
7	الخياطة الحديثة	-29236600	150626873	56721003	-57856521	-15616093	48064297	513681067	
8	الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية	527437244	558807063	410054500	-77644353	-1489456785	10489853	-36604643	604081239
9	انتاج الالبسة الجاهزة	-1519259667	-216561951	25347608	1353703	23460740	42586107	199504129	341668416
10	العراقية للأعمال الهندسية	-625903642	-257441372	220652676	-52549916	-77026273	-65805201	-229967327	5862721

ملحق (10) القيمة السوقية للشركات الصناعية المساهمة قيد الدراسة للفترة (2011-2018) دينار

ت	اسم الشركة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	3726000000	2268000000	2937000000	1836000000	2084000000	1987000000	1490000000	1404000000
2	بغداد للمشروبات الغازية	192500000000	198170000000	397670000000	300580000000	391020000000	332500000000	475252000000	636627000000
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	22200000000	19200000000	19492000000	21908000000	22253000000	28463000000	15180000000	23978000000
4	العراقية للسجاد والمفروشات	2500000000	2300000000	2075000000	2125000000	2140000000	2575000000	4050000000	3990000000
5	المنصور للصناعات الدوائية	9122000000	3914000000	5822000000	5434000000	4917000000	4334000000	4464000000	4140000000
6	الصنائع الكمياوية العصرية	4500000000	5400000000	5373000000	1089000000	1386000000	12600000000	10800000000	10800000000
7	الخياطة الحديثة	1332000000	3213000000	2520000000	3150000000	2800000000	4140000000	4900000000	3990000000
8	الوطنية للصناعات الكمياوية والبلاستيكية	30299000000	14732000000	12758000000	12909000000	82013000000	9416000000	8657000000	9872000000
9	انتاج الالبسة الجاهزة	8640000000	10500000000	7966000000	1346000000	2173000000	23417000000	20868000000	21749000000
10	العراقية للأعمال الهندسية	3000000000	2450000000	2400000000	1350000000	945000000	1050000000	1080000000	1170000000

Abstract

This study seeks to know the effect of the actual and sustainable growth rate on financial flexibility ,based on the assumption that there is an effect of the actual and sustainable growth rate on financial flexibility . This is done using the data for the sample consisting of (10) Of the industrial companies listed on the Iraq Stock Exchange .The current study covered an eight-year period of (2011 -2018) , And used a number of methods and statistical methods to analyze the study variables and test hypotheses ,such as the arithmetic mean and the standard deviation was also adopted in the analysis statistics , including moral test hypotheses and (t test). After analyzing the data and hypotheses of the study, a number of conclusions were reached, the most prominent of which is the positive effect of the actual and sustainable growth rate on financial flexibility in its three dimensions (debt capacity, preservation of cash assets and net cash flow) , and based on these conclusions there are a set of recommendations, the most important of which is the adoption of tools and a variety of different analysis to measure the actual and sustainable growth rate of companies and take into account the financial flexibility and achieve high levels of it to deal with negative shocks and investment opportunities for the future.

The Effect of the Actual and Sustainable Growth Rate in Enhancing Financial Flexibility

Application Study in Iraqi Stock Exchange - ISE

A Thesis submitted

To the council of the collage of Administration and Economics university of AL- Qadisiyah

In partial of the Fulfillment requirements for the Degree Master of Science in Business Aministration

By

Zahraa Thaer Shaker

Supervised By

Assist Prof . Dr. Abdullah Kazem Hasan Al Saidi

2021 A.D