



عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من  
الوحدات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي  
(٢٠٠٩-٢٠١٥)

**The Extent to Which Sustainable Growth Rate Can Contribute to Predicting Financial  
Failure of Units / Applied Research for a Sample of Participating Units  
Listed in the Iraqi Stock Exchange during the Period ٢٠٠٩-٢٠١٥.**

أ.م. د. فداء عدنان عبيد  
الكلية التقنية الإدارية/ بغداد

لنا عبد الرضا عباس  
الباحثة

**المستخلص**

يهدف هذا البحث الى تحقيق ما يأتي:

١. بيان أن نمو الوحدات لا يمكن أن يشكل هدفا في حد ذاته، إذ ينبغي مواجهته مع القدرات الفعلية لتلك الوحدات وشروط الحصول على أي أموال يمكن أن تمول هذا النمو.
  ٢. بيان أثر معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات عينة البحث، والاستقصاء عن كفاءة استعمال نماذج التنبؤ بالفشل المالي لتلك الوحدات.
  ٣. إعطاء مؤشر الى الجهات المهتمة بموضوع التنبؤ بالفشل المالي للوحدات عن طريق قياس معدل النمو الفعلي والمستدام لتلك الوحدات وتحليلهما بدلا من الإقتصار على النسب المالية ونماذج التنبؤ بالفشل. وتمثل مجتمع البحث بالوحدات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، واختيرت العينة بطريقة المعاينة العشوائية (الطبقية)، مكونة من عشرين (٢٠) وحدة مساهمة في غضون المدة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)، بما يعادل ٢٩% من مجتمع البحث.
- ومن أهم ما توصل إليه البحث من إستنتاجات أنه على الرغم من ضعف العلاقة الإحصائية بين معدل النمو المستدام، والفشل المالي للوحدات أو إنعدامها، الى أن معدل النمو المستدام استطاع أن يتنبأ بواقع ٥٠% من الوحدات المدروسة، ٤٥% بواقع فشل تسع (٩) وحدات و ٥٠% بواقع نجاح وحدة واحدة وهي الشركة العراقية للسجاد والمفروشات؛ لكونها كانت تنمو بحدود معدل النمو المستدام لها. واستنادا إلى ذلك كان لابد من توصية الوحدات بضرورة السعي الى إتخاذ قراراتها الاستثمارية والتمويلية في إطار إستراتيجية مالية مدروسة تتوافق مع الإستراتيجية العامة للوحدة، ومن ثم اتخاذ هذه القرارات في ضوء آثارها على إستراتيجية النمو المستهدفة. لذا ينبغي لأصحاب الأعمال الصغيرة والمتوسطة والكبيرة على حد سواء حساب معدلات نموهم المستدام، واستعمالها لتحديد إن كان لديه ما يكفي من النقد لتلبية إحتياجاتهم للنمو الاستراتيجي.



عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

الكلمات الإفتتاحية: معدل النمو المستدام، الفشل المالي، التنبؤ بالفشل المالي للوحدات، أنموذج Altman  
، أنموذج Sherrod

**Abstract:** This research is aim to achieve the following:

١. State that the growth of the units can't alone form a goal, it must be matched with the actual capacities of those units and the conditions for obtaining any funds that could finance such growth.
٢. State the role of sustainable growth rate in predicating the financial failure of the units for the samples related to this research, and investigate the efficiency of using a model to predict the financial failure of these units.
٣. Provide an indication to those who are interested in predicting financial failure to the units, by measuring and analyzing the actual and sustainable growth rate for the units, rather than relying on financial ratios and predictability models of failure.

The population of research is represent the contributed and listed units in the Iraqi stock exchange, and the samples was chosen randomly, consists ٢٠ contribution units for the period from ٢٠٠٩-٢٠١٥, about ٢٩% from the research population.

The major findings for this research, despite of the weak of the statistical relationship between the rate of sustainable growth and financial failure for companies, or lack of relationship, however, the sustainable growth rate could predict ٥٠% of the studied units, ٤٥% of which represent losing companies (٩ Companies), and the other ٥% represent profitable company (Iraqi Company for Carpets and Furniture), because it was growing within its sustainable growth rate. Based on this research, it is necessary to recommend the units to make their investment and financing decisions within the well-considered financial strategy in line with the overall strategy of the unit, therefore, make these decisions in light with its impacts on the targeted growth strategy. Therefore, it's necessary alike to the small, medium and large business owners to calculate their sustainable growth, and use it to determine if they have sufficient cash to meet their strategic growth needs.

**Key Words: Sustainable Growth Rate, Financial Failure, Predict Financial Failure of Units, Altman Model, Sherrod Model.**

#### المقدمة:

ينطوي هدف النمو تحت قائمة الأهداف المرغوب فيها من الناحيتين الإقتصادية والإجتماعية، كونه يمثل أحد أهم المؤشرات لقياس النجاح، فبعد أن كان هدف الربح هو الغاية الأساسية أصبح لزاماً على الوحدات اليوم ربط هذا الهدف بأولوية البقاء والتأقلم مع المحيط الاقتصادي الجديد.

ويميل الكثيرون الى الاعتقاد بأن معدل النمو الأعلى هو الأفضل، إلا أن كثيراً من النمو قد يكون سيئاً للأعمال، فقد يسبب ضغوطاً مالية لتلك الأعمال كارتفاع التكاليف الى حد كبير الأمر الذي يمكن أن يؤدي الى خسائر مالية وعبء الديون ويمكن أن يقود الى أزمات مثل إنخفاض حصة الوحدة في السوق وفقدان الميزة



## عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا

مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/ بحث تطبيقي لعينة من الوحدات

المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

التنافسية أو حتى الفشل والإفلاس. إذ إن الفشل المالي للوحدات تقليدياً كان يعد حدث مفاجئ وغير نمطي يصعب جدا تحليله والتنبؤ به، وعلى الرغم من كثرة عدد نماذج التنبؤ إلا أن الفشل لا يزال يحدث، وإن الحاجة إلى توفير تحذير وافٍ للأطراف المعنية تمثل منذ مدة طويلة السبب الرئيس في التماس طرائق جديدة للتنبؤ، وينبغي لهذه النماذج أن تنتبأ بفشل الأعمال المحتمل في أقرب وقت ممكن للحد من الخسائر، إذ إن من شأن بيئة الأعمال التنافسية والعولمة أن تضمن البقاء للأصلح.

**المحور الأول: منهجية البحث ودراسات سابقة**

❖ **أولاً : منهجية البحث**

### **Research Problem**

**أولاً: مشكلة البحث**

أصبحت إستراتيجية النمو اليوم حاجة ضرورية للوحدات الإقتصادية الهادفة إلى البقاء والاستمرار ولمواجهة حالة التنافس المتصاعدة التي تشهدها أغلب أسواق العالم. فمن ناحية، تحتاج الوحدات إلى النمو لكي تبقى حيوية وتنافسية، ومن ناحية أخرى، يخلق النمو عدداً من التحديات ويمكن أن يؤدي الكثير من النمو إلى الإزمات أو حتى الإفلاس.

وعليه ينطلق هذه البحث من إشكالية مفادها، ما مدى إعتدال الوحدات الاقتصادية على إستعمال معدل النمو المستدام (SGR) بوصفه أحد أدوات الإدارة الاستراتيجية الفعالة للتخطيط والحصول على الموارد من أجل مواصلة النمو بمعدل يعد مستدام، حتى تحقق المنفعة بشكل تصاعدي إستراتيجي من هذا النمو لضمان البقاء والإستمرار والتأقلم مع المستجدات التي تطرأ على الإقتصاد بصورة منطقية ومن ثم تجنب إحتماالية التعرض لحالات للفشل والإفلاس.

### **Research Importance**

**ثانياً: أهمية البحث**

تتبع أهمية البحث الحالي من أهمية موضوع التنبؤ بالفشل المالي للوحدات قبل حدوثه للفت إنتباه أصحاب القرار لكي يتمكنوا من إتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة، فهو يعد معدل النمو عنصراً مهماً في فهم حالات التعثر والفشل المالي للوحدات وتفسيرها، من خلال إختبار ما إذ كان هذا النمو متوازن ام لا، إذ إن تحليل معدل النمو للوحدات الإقتصادية ومردوديتها نتيجة لقراراتها المالية، يسهم في ترشيد القرارات المالية لتلك الوحدات ومن ثم توجيهها نحو تسجيل معدلات نمو متوازنة.

ونكمن الفائدة من تضمين معدل النمو حين دراسة موضوع الفشل المالي لكونه يساعد المدراء في وضع خطط إستراتيجية أفضل لتنمية الوحدة بمعدل مستدام، لتجنب حالات التعثر والفشل المالي التي قد تواجهها تلك الوحدات من وقت لآخر في المستقبل.



عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

## Research Objectives

### ثالثاً: أهداف البحث

هدف هذا البحث الى تحقيق ما يأتي:

١. بيان أن نمو الوحدات لا يمكن أن يشكل هدفاً في حد ذاته، إذ ينبغي مواجهته مع القدرات الفعلية لتلك الوحدات، وشروط الحصول على أي أموال يمكن أن تمول هذا النمو.
٢. التعرف على مختلف نماذج قياس معدل النمو المستدام، ومن ثم بيان أثرها في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات عينة الدراسة من عدمه، والاستقصاء عن كفاءة استعمال نماذج للتنبؤ بالفشل المالي لتلك الوحدات.

## Research Hypothesis

### رابعاً: فرضيات البحث

في ضوء التساؤلات الواردة في مشكلة البحث، صيغت الفرضية الآتية التي تنص على عدم وجود تأثير معنوي لمعدل النمو المستدام على التنبؤ بالفشل المالي للوحدات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة البحث.

## Research Limits

### خامساً: حدود البحث

شمل نطاق البحث حدوداً \_ مكانية وزمانية \_ على النحو الآتي:

- أ. الحدود المكانية: تمثلت بعينة من الوحدات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
- ب. الحدود الزمانية: تمثلت بالمدة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥).

## Research Society and Sample

### سادساً: مجتمع وعينة البحث

مجتمع البحث بالوحدات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والتي بلغ عددها نهاية عام ٢٠١٦ حسب دليل المستثمر الصادر عن إدارة السوق ذاته سبعين (٧٠) وحدة مساهم، أما عينة البحث فقد تألفت من عشرين (٢٠) وحدة، كانت تنتمي لقطاعات مختلفة، أختيرت بطريقة المعاينة العشوائية (الطبقية)، وبذلك تكون العينة قد شكلت نسبة ٢٩% من مجتمع البحث وهي نسبة معاينة مقبولة لإعطاء نتائج البحث على مجتمعه، وهي تلبي المعايير الإحصائية. والجدول الآتي يوضح كيفية توزيع عينة البحث على القطاعات الاقتصادية كلاً حسب نشاطها:

عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

الجدول (١)

مجتمع البحث وعينته وانتماءاتها القطاعية والوزن النسبي للتمثيل

القطاع	البيان	مجتمع البحث	الوزن النسبي	عينة البحث	الوزن النسبي
الصناعة	١٨	٢٦%	٤	٦%	
الزراعة	٦	٩%	٤	٦%	
الخدمات	٧	١٠%	٣	٤%	
التأمين	٤	٦%	٢	٣%	
الاستثمار المالي	٢	٣%	١	١%	
المصارف	٢٢	٣١%	٤	٦%	
الفنادق والسياحة	٩	١٣%	٢	٣%	
الاتصالات	٢	٣%	-	-	
المجموع	٧٠	١٠٠%	٢٠	٢٩%	

( المصدر: من إعداد الباحثة )

ثانياً: دراسات سابقة ❖

١. دراسة ( Cakir : ٢٠٠٣ )	
عنوان الدراسة	Financial Growth of the Turkish Defense Industry: An Explanatory Analysis. النمو المالي لصناعة الدفاع التركي: تحليل تفسيري.
أهداف الدراسة	تحديد الكيفية التي مولت وحدات صناعة الدفاع التركية عن طريقها نمو المبيعات والموجودات لديها في غضون خمسة أعوام، وكيف ينبغي لها أن تمول النمو من أجل تحقيق معدل نمو مستدام جيد في المستقبل.
أداة الدراسة وعينتها	دراسة تطبيقية بإستعمال أنموذج Higgins لمعدل النمو المستدام لعينة مؤلفة من سبع عشر (١٧) وحدة من وحدات الدفاع التركية، في غضون المدة الممتدة بين عامي (١٩٩٧-٢٠٠١)
أهم ما توصلت إليه الدراسة من إستنتاجات	إن معدل النمو المستدام الحقيقي لصناعة الدفاع التركية كان أقل من معدل النمو الفعلي للمبيعات والموجودات في أثناء مدة الإختبار، أي أن تلك الوحدات نمت بمعدل أسرع من معدل نموها المستدام ، وعليه فإن معظم وحدات الدفاع التركية تواجه ضائقة مالية خطيرة، ومن المحتمل أن تستمر في مواجهة صعوبات مالية في المستقبل القريب يمكن أن تؤدي بها الى حالة الفشل والإفلاس، لذا ينبغي لهذه الوحدات أن تبطئ من نموها الفعلي، أو تزيد من نموها المستدام، وأن تخفض مستوى الديون، ولاسيما الديون القصيرة الأجل، كما ينبغي لها أن تقوم بإصدار أسهم جديدة من وقت لآخر للتخفيف من قيود التمويل.

٢. دراسة ( Momčilović, et al. : ٢٠١٥ )	
عنوان الدراسة	Sustainable Growth Rate: Evidence from Agricultural and Food Enterprises. معدل النمو المستدام: أدلة من المؤسسات الزراعية والغذائية.
أهداف الدراسة	نظراً لأهمية قطاعي الزراعة والتغذية في تنمية صربيا بسبب موقعها الجغرافي، ومواردها الطبيعية، وظروفها المناخية المواتية، مما جعلها متمتعة بإمكانيات إنمائية كبيرة ومن ثم إمكانية أن تصبح أساساً للتنمية الاقتصادية للبلد بأسره. ويمكن أن يقال الشيء نفسه لوحدة صناعة الأغذية؛ لأن الزراعة توفر إلى حد كبير الأساس اللازم لإنتاج الأغذية، وعلية من المتوقع أن تحقق تلك الوحدات معدلات نمو مستدامة عالية، جاءت هذه الدراسة بهدف إيجاد منهجية لحساب معدل النمو المستدام ومن ثم تطبيقها لتحديد ما إذا كان معدل النمو المستدام لقطاعي الزراعة والتغذية كافٍ في الماضي، ومن ثم مقارنة معدل النمو المستدام لوحدات كل قطاع على حده لأجل تحديد أن إنتماء الوحدة الى قطاع معين يؤثر في إستدامة معدل النمو فيها.
أداة الدراسة وعينتها	دراسة تطبيقية بإستعمال الأتموزج البسيط لمعدل النمو المستدام لعينة مؤلفة من ستين (٦٠) وحدة ينتمي نصفها الى قطاع الزراعة وينتمي النصف الآخر الى قطاع التغذية عاملة في صربيا، في غضون المدة الممتدة بين عامي (٢٠١١-٢٠١٢).
أهم ما توصلت إليه الدراسة من إستنتاجات	على الرغم مما تمتعت به صربيا من مزايا نسبية في مجال الزراعة والتغذية، وعلى الرغم من إدراك الحكومة لأهمية هذين القطاعين لتنمية البلد بأسره، إلا أن نتائج هذه الدراسة أشارت الى أن فرص النمو المستدام كانت شحيحة، أو بالأحرى لم يكن هناك نمو حقيقي مستدام في القطاعات المذكورة بين عامي ٢٠١١ و ٢٠١٢. كما أشارت أيضاً الى عدم وجود فروقات معنوية بين معدلات النمو المستدام لوحدات قطاعي الزراعة والتغذية.

### المحور الثاني: الجانب النظري

#### ❖ أولاً: معدل النمو المستدام ومعدل النمو الفعلي

يعد النمو أحد الأهداف التي يسعى المديرين لتحقيقها بغية الإستفادة من المزايا المرافقة لهذا النمو كتعظيم قيمة الوحدة في السوق، ورفع قيمة أسهمها عن طريق تحسين الصورة الذهنية لها لدى الجهات ذات العلاقة كالمستثمرين مثلاً، ومنحها القوة للمنافسة، فضلاً عن الآثار الإيجابية التي يمكن أن يحققها ذلك النمو بالنسبة للاقتصاد الوطني والقطاعات التي تعمل فيه. ومع ذلك فإن هذا النمو ينبغي أن يكون مستداماً لكي تحقق الوحدة المنفعة بشكل تصاعدي إستراتيجي من هذا النمو، لضمان البقاء والإستمرار والتأقلم مع المستجدات التي تطرأ على الإقتصاد بصورة منطقية (هنا، ٢٠١٦:١٣٠)

وعليه فإن معدل النمو المستدام مفهوم مهم ومفيد في دراسات تمويل الوحدات، وتبرز أهمية هذه الأداة بالنسبة للمصرفي، وغيره من المحللين الخارجيين في تقويم الجدارة الائتمانية للوحدة، علاوة على ذلك يساعد المصرفي في فهم لماذا يحتاج طالب القرض المال ومتى ستستمر الحاجة له. وتقدم كذلك نماذج النمو المستدام للتفسير لرجال الاعمال من ذوي المهارات الصغيرة والمتوسطة الذين لا يتمتعون بخبرة مالية كافية، لماذا من الضروري الحفاظ على التوازن السليم بين نمو الوحدة وربحياتها (Ross, et al., ٢٠١٠: ١٣٠).

ولقد وردت كثير من التعريفات لمعدل النمو المستدام، إذ عرفه (Churcill & Mullins, ٢٠٠١: ٤) بأنه المعدل الذي تستطيع إدارة الوحدة الإقتصادية عن طريقة أن تحافظ على النمو في المبيعات المتولدة بلا حاجة إلى تمويل إضافي. أو هو الحد الأقصى لمعدل النمو في المبيعات (في المستقبل المنظور) الذي يمكن للوحدة تحقيقه بلا وضع ضغط مفرط على هيكلها المالي (Glantz & Mun, ٢٠١١: ٢٣٧).

وعليه يمكن القول إن معدل النمو المستدام هو أعلى معدل تستطيع الوحدة الإستدامة به بلا زيادة الرافعه المالية ولا البحث عن تمويل خارجي، إذ إن معدل النمو المستدام يقيس مدى سرعة الوحدة في تنمية أعمالها في أثناء زياد الحجم دون إقتراض أموال إضافية، وحين تجاوز هذا المعدل نجد أن نمو الوحدة في المدى الطويل سوف ينخفض، مما يرغمها على الإقتراض لتسهيل النمو الاضافي.

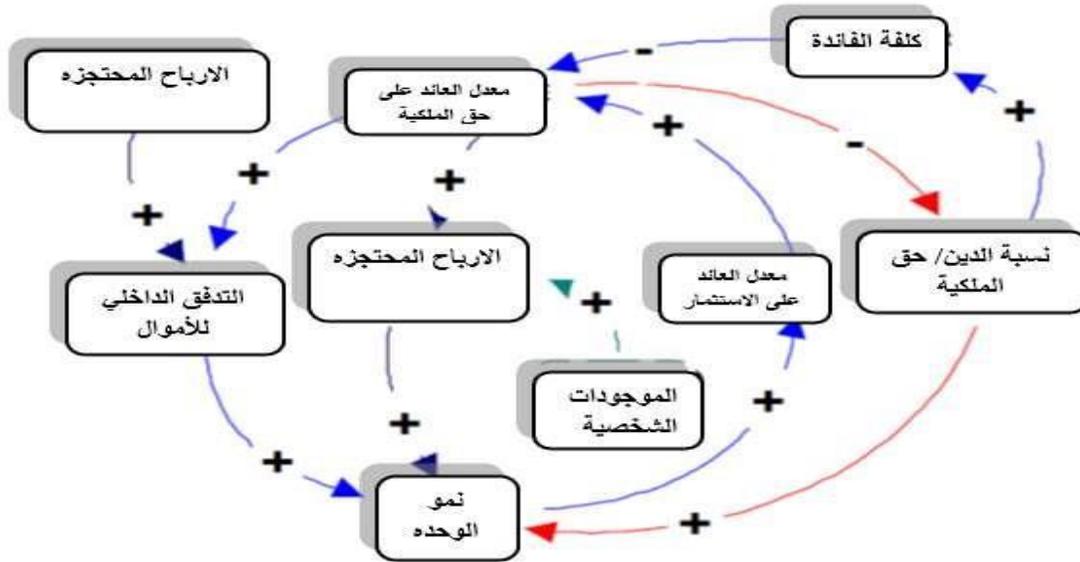
وليس المهم هنا تحديد مدى سرعة الوحدة في إمكانية تنمية أعمالها، وانما ينبغي النظر الى الطريق الذي أتخذته لتحقيق هذا الهدف، فالوحدات التي تنمو في حدود ممر النمو<sup>(١)</sup> تؤدي أداء أفضل من الوحدات الأخرى، على الرغم من أن هذه الأخيرة قد تنمو بوتيرة أسرع من السابق، وذلك إنطلاقاً من مبدء الغاية لا تبرر الوسيلة لاسيما أن ذلك من شأنه أن يؤثر على مستقبل تلك الوحدات (Raisch, & Von Krogh, ٢٠٠٧: ٦٥).

وبين المخطط اللاحق كيف يمكن لمتغيرات الأعمال الثلاث الرئيسية (القرارات المتمثلة بالأرباح المحتجزة، والإستثمارات الجديدة في رأس المال، وكمية الديون) أن تعزز أو تبطئ من نمو الوحدات الإقتصادية. على سبيل المثال قد تؤدي زيادة الأرباح المحتجزة الى توليد تدفقات نقدية داخلية مما يعزز نمو تلك الوحدات ومن ثم تؤدي الى زيادة معدل العائد على الإستثمار ومعدل العائد على حقوق المساهمين. وهذا بدوره سيقبل من نسبة الدين / حق الملكية ونتيجة لذلك فإن تكلفة الفائدة هي الأخرى سوف تنخفض، وبعد ذلك سيؤدي تخفيض تكلفة الفائدة إلى زيادة إضافية في العائد على حقوق المساهمين، ومن شأن هذه العلاقات المتبادلة أن تولد في فترة زمنية قصيرة حلقة مؤثرة يمكن أن تغذي نمو الوحدات بسهولة.

<sup>١</sup> ممر النمو: هو الفترة الفاصلة بين النمو الأدنى الناتج عن النمو التنافسي والحد الأقصى للنمو الذي يحققه معدل النمو المستدام، والذي يتيح معرفة مدى سرعة وصحة نمو الوحدة (Constantin, ٢٠١٥: ٦٤-٦٥).

الشكل (١)

أنموذج نمو الأعمال المستدامة



Bivona, Enzo (٢٠٠٠): How to define a profitable and sustainable growth policy in a changing market? A case study: a small publishing company. Proceedings of the ١٨<sup>th</sup> International System Dynamics Conference, Bergen, Norway, ٦-١٠ August, ١-٢٠.

ويجسد المخطط المذكور أنفا متغيرا جديدا يتمثل بالموجودات الشخصية، وقد أضيف هذا المتغير، لأنه يلتقط جانبا في سياق الوحدات الصغيرة والمتوسطة. ففي هذه الوحدات، غالبا ما تكون الموجودات العائلية (الشخصية) الوسيلة الرئيسية لتحقيق هدف النمو (Bivona, ٢٠٠٠: ٧-٨).

### Sustainable Growth Rate Models

### نماذج معدل النمو المستدام

على مدى السنوات العديدة الماضية تم تحديد نماذج مختلفة للنمو صاغها باحثون مختلفون، يمكن أستعمال بعضها على نطاق واسع، وشائع بغض النظر عن الأوضاع المالية للوحدة الإقتصادية، في حين شرح قسم آخر من الباحثين الحالات المحددة التي يمكن إستعمال نماذجها، وتعرض الدراسة فئتين من نماذج معدل النمو المستدام، النماذج التقليدية القائمة على أساس هيكل رأس المال (المدين/ حق الملكية) والنماذج القائمة على أساس التدفقات النقدية وكالاتي (Fonseka, et al., ٢٠١٢: ٤٨٢):

### ١. نماذج معدل النمو المستدام القائمة على أساس المحاسبة

#### Sustainable Growth Rate Models Based on Accounting

إن النماذج الأكثر قدماً \_كلاسيكية\_، والأكثر تداولاً لهذه الفئة هما إثنان أحدهما قدمه Robert C. Higgins والأخر قدمه Keith Van Horn، إذ إن نقطة الانطلاق النظرية، ومنطق الأنموذجين الكلاسيكيين ضروريان، وهما يبدآن من العدالة المحاسبية Accounting Equity، ونمو أصحاب المشاريع يحد من نمو الوحدات، ويستند الأنموذجان الى سلسلة من الافتراضات المماثلة، مثل إستقرار المعدلات وتوافرها، واستقرار السياسات المالية وأداء التشغيل (Guoli & Shujun, ٢٠١١: ٨٦).

وعلى الرغم من عدم وجود أي قيود مالية تحول دون إستعمال الوحدات خيار بيع الاسهم الجديده، وسيلة لجمع الأموال ومن ثم تمويل النمو من حيث المبدأ، إلا أن هنالك كثير من المشكلات المتأصلة في مثل هذا الخيار والتي ينبغي لها أن تؤخذ بالحسب ان، ومنها:

١. لا يعد خيار بيع الاسهم الجديده أمراً سهلاً بشأن الوحدات الصغير، أو تلك التي تواجه نمواً بعد مدة من الركود، وعلية لا يكون السوق بديلاً مرحباً به مصدراً لرأس المال بشأن تلك الوحدات، على عكس الوحدات الكبيرة والمعروفة في السوق، أو تلك تتمتع بصحة مالية (Shim & Siegel, ٢٠٠٥: ٣٤٢).
  ٢. الفجوة التي تحصل بين الوقت الذي تقرر فيه الوحدات إحتياجها الى مثل هذا النوع من التمويل والوقت الذي تصل فيه قضايا بيع الاسهم الجديده الى السوق (Shim & Siegel, ٢٠٠٨: ٣٧٦).
  ٣. إرتفاع التكاليف والرسوم التي تنطوي عليها عملية الإصدار، فضلاً عن الانخفاض المحتمل في ربحية السهم الواحد وكذلك الصيغة غير الموثوقة للتمويل بالاسهم (Viallet & Hawawini, ٢٠١١: ١٦٢).
- وبذلك لا يعد خيار بيع الاسهم الجديده حلاً كاملاً أو سهلاً لتمويل النمو، ومن هنا يمكن تبرير الافتراض الذي تقوم عليه نمذجة معدل النمو المستدام والتي تشير الى أن النمو يمكن أن يكون مستدام بالاعتماد على المصادر الداخلية المتمثلة بالارباح المحتجزه أو المصادر الخارجية المتمثلة بالدين دون إصدار أسهم جديدة، وقد يكمن السبب وراء عدم رغبة الوحدة في إصدار أسهم جديده الى أسباب أخرى، منها:

١. إجبار الوحدة على تمويل نمو الاعمال فيها من خلال التدفق الداخلي الحالي للأموال (Bivona, ٢٠٠٠: ٥).
٢. عدم رغبة المالكين الحاليين في جلب مالكيين جدد أو المساهمة بأسهم إضافية (Ross, et al., ٢٠١٠: ١٢٦).

أ. أنموذج Zakon ١٩٦٨:



عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

ويشير هذا الأنموذج إلى أن النمو يمكن أن يكون مستدام داخلياً، إذا لم يكن معدل نمو إجمالي الموجودات أعلى من معدل نمو الأرباح المحتجزة (De Wet, ٢٠٠٤:١٥٦). وهو يعد أحد نماذج مجموعة بوسطن الاستشارية (BCG) Consulting Groups Boston، ويتم احتسابه وفق الصيغة الآتية:

$$SGR = D/E \cdot (R - i) \cdot p + R \cdot p \dots \dots (1)$$

إذ إن  $D/E$  : تعني نسبة الدين إلى حق الملكية،  $R$  معدل العائد على الموجودات  $i$ ،  $ROA$  معدل الفائدة ( $-$  معدل الضريبة)،  $p$  نسبة الاحتجاز.

### ب. انموذج Higgins ١٩٧٧ :

كتب Robert C. Higgins عام ١٩٧٧ عن مفهوم النمو المستدام في قسم من كتابه الذي كان بعنوان "الإدارة المالية ٦" وكان ذلك القسم بعنوان "كم يبلغ معدل النمو الذي يمكن للوحدة أن تحققه؟" وأثبت أن السياسات المالية للعديد من الوحدات قد تكون متعارضة مع هدف نموها، وكدليل لوضع السياسات المالية المتوافقة وأهداف النمو وضع Higgins صيغة لحساب معدل النمو المستدام (٢٠: ٢٠٠٣، Cakir). ويتكون معدل النمو المستدام لـ Higgins من أربع نسب مالية، هي مقسوم الأرباح المدفوع، وهامش صافي الربح، ومعدل دوران الموجودات، وهيكل رأس المال، ويتم احتسابه على وفق الصيغة الآتية:

$$g = \frac{P(1-D)(1+L)}{(A/S) - P(1-D)(1+L)} \dots \dots (2)$$

إذ يمثل:  $P$  هامش الربح على المبيعات بعد الضرائب،  $D$  نسبة الأرباح المعاد إلى المالكين،  $L$  نسبة الدين إلى حق الملكية،  $A/S$  نسبة الموجودات إلى المبيعات (٢٣٩: ٢٠١١، Glantz & Mun).

### ج. أنموذج Van Horn ١٩٨٧:

يرى James C. Van Horne أن إدارة النمو تتطلب موازنة دقيقة لأهداف مبيعات الوحدة مع كفاءتها التشغيلية ومواردها المالية. فالعديد من الوحدات تفوق نفسها مالياً في مذابح النمو وتملاً محاكم الإفلاس بهذه الحالات. والحيلة تكمن في تحديد معدل نمو المبيعات يتسق مع واقع الوحدة والسوق المالي، وفي هذا الصدد فإن نمذجة النمو المستدام بأعتبره أداة تخطيط قوية وجدت إستعمال واسع في العديد من الوحدات مثل Hewlett-Packard.

وعليه عرف معدل النمو المستدام بأنه الحد الأقصى لنسبة الزيادة السنوية في المبيعات التي يمكن تحقيقها إستناداً إلى نسبة التشغيل المستهدفة، ونسبة الدين والأرباح الموزعة (Van Horne & Wachowicz, ١٩٠: ٢٠٠٨)، ويتم احتسابه وفق الصيغة الآتية:

$$VSGR = \frac{b(NB/S)(1+D/Eq)}{(A/S)-b(NB/S)(1+D/Eq)} \dots\dots (٣)$$

جدول (٢)

المتغيرات المستعملة في احتساب نموذج Van Horn

المتغير	النسبة	طريقة القياس	تفسير النسبة
<b>b</b>	نسبة الاحتجاز	Retention ratio $= \frac{\text{Retained earnings}}{\text{Net profit}}$	توضح هذه النسبة مقدار الأرباح المعاد استثمارها مرة أخرى، وعلية فهي تقيس مقدار الأرباح المتبقية بعد دفع الفائدة والضريبة والمتاحة للاحتجاز والمساهمة في الاعمال التجارية مرة أخرى. وتزداد هذه النسبة كلما قلت مدفوعات الارباح الموزعة على المساهمين، وهذا يزيد من الملكية الداخلية وبالتالي يزداد معدل النمو المستدام (Nagamani & Priyadharshini, ٢٠١٦:٤٥).
<b>NP/S</b>	هامش صافي الربح	Profit Margin $= \frac{\text{Net profit}}{\text{Sales}}$	أن هامش صافي الربح هو أداة أخرى تمثل الكفاءة التشغيلية كمقياس للإداء الإداري، ويشير الى مقدار الربح الذي تجنيه الوحدة الاقتصادية من كل دينار من المبيعات (Shim & Siegel, : ٢٠٠٥:٣٧٣). وإن زيادة هذه النسبة تشير الى زيادة القدرة على توليد الاموال داخلياً، مما يؤدي الى تأثير مباشر في تحقيق النمو.
	نسبة الدين/ حق الملكية	Debt / Equity Ratio	تعرف أيضاً بنسبة الملكية وهي تقيس نسبة التمويل الخارجي (من خلال الاستدانة من الغير) الى التمويل الداخلي (من خلال المساهمين أو اصحاب المشروع) وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على اعتماد الوحدة على الديون والاقتراض في تمويل موجوداتها الأمر الذي يحد من قدرتها على الحصول على الائتمان في المستقبل، وكما يفرض عليها شروطاً إضافية أكثر تشدداً للحصول على القروض (الدباس، ٢٠١٤: ٦٨)
<b>A/S</b>	نسبة إجمالي	Asset turnover $= \frac{\text{Sales}}{\text{Assets}}$	تعد مقياساً لكفاءة التشغيل، فهي تصور مدى كفاءة الوحدة في استعمال ما لديها من موجودات لإنتاج المبيعات وتوليد الإيرادات. وفي المقابل فإن هذه النسبة هي مركب من إدارة المستحقات (كما هو مبين في متوسط فترة التحصيل) وإدارة المخزون (كما هو مبين في نسبة دوران المخزون)، وإدارة

المتغير	النسبة	طريقة القياس	تفسير النسبة
	الموجودات/ المبيعات		الأصول الثابتة (كما يتضح من إنتاجية المنتج من خلال المصنع)، وإدارة السيولة (على النحو الذي تقترحه نسبة الأصول السائلة والعائد عليها) (Shim & Siegel, ٢٠٠٨: ٣٧٤).

#### د. أنموذج Ross ٢٠٠٣:

أشار هذا الأنموذج أن القياس الكمي لمعدل النمو المستدام يعتمد على معدل العائد على حق الملكية ROE وعلى العائد المحتفظ به  $b$ ، وهو يقوم على إفتراض أن الشركة تعمل بكامل طاقتها، بنود الميزانية العمومية وهامش صافي الربح يتغيران نسبياً مع تغير المبيعات، المطلوبات المتداولة ليست مصدراً للتمويل الداخلي، وفي الوقت نفسه ليست جزءاً من الديون فلا يترتب عليها فوائد. (Alayemi & Akintoye, ٢٠١٥: ١٥٥)

$$SGR = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b} \dots\dots (٤)$$

#### ٢. معدل النمو المستدام المعتمد على نماذج التدفقات النقدية

##### Sustainable Growth Rate Based upon a Cash Flow Models

مع الأخذ بنظر الاعتبار أن نمو الوحدة الاقتصادية يتحدد أيضاً من خلال التدفق النقدي المتولد، فإن هذه الفئة تتكون من نماذج معدل النمو المستدام القائمة على أساس العلاقة بين النمو والتدفق النقدي، ومن نماذجها: أنموذج Rappaport، أنموذج Kore، أنموذج Hamann، أنموذج Churchill and Mullins. إذ يعتقد Rappaport أن النمو المستدام يجب أن يكون متسقاً مع خلق القيمة، وأن يؤدي إلى الزيادة المستدامة المستمرة لقيمة المساهمين، أما Kore هو يصف العلاقة بين التدفق النقدي، ومعدلات النمو، واستناداً إلى سلسلة من الإفتراضات عن طريق إحتساب التدفقات النقدية، ومعدلات النمو عرف النمو المستدام بأنه معدل النمو حينما يكون التدفق النقدي مساوياً للصفر، وأشار أيضاً إلى أن التدفق النقدي ومعدل النمو هو إرتباط خطي سلبي (Guoli & Shujun ٢٠١١: ٨٦-٨٧).

وبذلك فإن صيغة معدل النمو المستدام القائمة على أساس التدفقات النقدية إستمدت من الشكل العام للتدفق النقدي، على النحو الآتي:

$$CFO - CFI + CFF = 0 \dots\dots (٥)$$

وبذلك يحتسب معدل النمو من المعادلة الآتية:

$$g = \frac{PAT}{\frac{Sales}{12} \times WCC - PAT} \dots\dots (٦)$$

وان PAT يمثل صافي الربح بعد الفائدة والضريبة، WCC دور رأس المال العامل. ويكمن الفرق الأكبر بين نماذج معدل النمو المستدام التقليدية والنماذج القائمة على أساس التدفق النقدي في تعريف النقد المتولد عن المبيعات والتدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية، إذ إن النقد الناتج عن المبيعات هو النقد الذي يعاد استثماره في نمو الوحدة بالتوافق مع معدل النمو المستدام، ونظراً لعدم الحصول على هذه النقدية (السيولة) على الفور، فإن معدل النمو المستدام للتدفقات النقدية هو مقياس أفضل للنمو المستدام (Constantin, ٢٠١٥: ٦٥-٦٧).

### Actual Growth Rate

### معدل النمو الفعلي

لعل أول خطوة للتعرف على مستقبل إي وحده إقتصادية يتمثل في تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح، إذ إن تحليل معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر يساعد المحلل في تحديد المرحلة الحالية والمستقبلية للوحده وكما يساعد ايضاً في الوقوف على مدى إستفادة الوحده من فترات الازدهار ومدى قدرتها على مواجهة فترات الكساد.

فلو أثبتت البيانات التاريخية ضعف قدرة تلك الوحدات في الحالتين فليس هناك ما يبرر إفتراض قدرتها على ذلك في المستقبل. فكلما زادت درجة التقلب في معدلات النمو كلما كان ذلك يعني زيادة المخاطر، إذ إن النمو السريع للمبيعات لا يضمن تحقيق أرباح عالية ما لم تتوفر رقابة جيدة على التكاليف، لذا ينبغي أن يكون نمو المبيعات في زيادة مطردة وبصورة مستقرة (<http://www.abahe.co.uk>). وعليه فأن معدل النمو يحتسب من المعادلة الآتية:

$$g = \frac{St_1}{St_2} - 1$$

إذ إن المتغير:  $St_1$  يمثل مبيعات السنة الحالية،  $St_2$  يمثل مبيعات السنة السابقة (٨٧: ٢٠١٤، Onyiri).

### ❖ ثانياً : الفشل المالي للوحدات وكيفية التنبؤ به

إن الفشل والنجاح مصطلحان متناقضان وتعريفهما صورة عكسية لكل واحد منهما مع الآخر، فالفشل يتناسب تناسباً عكسياً مع النجاح. فالوحدات الفاشلة هي "وحدات غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية سواء على المدى القريب أو البعيد" (٥: ٢٠٠٧، Crutzen & Van). أو هي تلك "الوحدات التي فقدت بعض مقومات النجاح والإستمرار والنمو والقدرة على التنافس داخل الصناعة التي تنتمي إليها أو كلاًها، وفشلت في تحقيق أهدافها وبدت عليها مظاهر التعثر المختلفة التي من أهمها عدم قدره على خلق تدفق نقدي موجب وربحية مستقرة تتجه نحو النمو في المستقبل" (الجميلي، ٢٠١٤: ٧).

وعليه فإن نجاح الوحدة الاقتصادية يتجسد في تحقيق تلك الوحدة لنتائج مرضية قريبة من الموازنة الموضوعية، في الوقت المحدد، ذات مستوى أداء مقبول، حتى تحقق الرضا والإشباع للعملاء والمستهلكين، على الرغم من صعوبة قياس مستوى الرضا والإشباع لدى العملاء والمستهلكين لكونه لا يزال مفهوماً غامضاً ويختلف من شخص لآخر.

مما سبق يتضح أن هناك أربعة عناصر يجب أن تتحقق حتى تعد الوحدات ناجحة ومستمرة في أداء أعمالها وتحقيق الأرباح وهي الموازنة، والتوقيت من خلال جدولة العمل، والأداء، وإشباع العملاء (الغصين، ٢٠٠٤: ٢٤).

### Reasons for Financial Failure

### أسباب الفشل المالي

على الرغم من كثرة الأسباب التي تتداخل لتتشارك في إيصال الوحدة الاقتصادية الى حالة الفشل المالي التي قد تتباين أو تختلف من وحدة الى أخرى كلا بحسب ظروفها وبيئاتها الداخلية والخارجية، إلا أن أوجه قصور الإدارة عادةً ما تكون في صميم تلك الأسباب (Altman & Hotchkiss, ٢٠٠٦: ١٣)، ويمكن إجمال الأسباب التي تؤدي الى حالة الفشل المالي للوحدات بالجدول الآتي:

### الجدول (٣)

#### أسباب الفشل المالي للوحدات

ت	الكاتب	العام	الصفحة	الإسباب
٣.	Mbat & Eyo	٢٠١٣	٢٢-٢١	* عدم الكفاءة والفاعلية. * الارتفاع غير المسوغ في التكاليف * سوء الإدارة المالية. * غياب تدريب القوى العاملة وسياسة التنمية. * قوة المبيعات غير فعالة. * عدم استقرار الدخل. * سياسة تجارية غير مناسبة.
	Onyiri	٢٠١٤	٣٦-٢٨	أشار الى أن العوامل المساهمة في حدوث الفشل المالي تتمثل ب: * عدم القدرة على توليد الأموال طويلة الأجل. * تضارب المصالح بين المالكين والمديرين. * الاحتياطي المالي. * الظروف الاقتصادية العامة. * حجم الوحدة الاقتصادية. * عمليات الاندماج والاستحواذ. * المالكين وحوكمة الوحدات.

ت	الكاتب	العام	الصفحة	الإسباب
٥ .	الغزالي	٢٠١٥	٥٤-٥٣	أشار الى أن أسباب الفشل تقسم على: ١. أسباب داخلية ناجمة عن سياسات الوحدة الاقتصادية منها: عدم السيطرة على المخزون. تمويل جزء من الموجودات الثابتة من المطلوبات المتداولة. ضعف الإدارة. عدم كفاءة السياسات التشغيلية المختلفة كسياسات البيع والتسعير والانتاج. إجراء توسعات غير مطلوبه واللجوء الى تكنولوجيا غير متطوره. الخسائر المتراكمة. سوء التجهيز الداخلي والموقع غير المناسب. الطمع والجشع والرغبة في زيادة السلطة والنفوذ والحرص على زيادة النمو غير المستدام. ٢. أسباب خارجية تتعلق بالظروف المحيطة ببيئة الوحدة ومنها: عدم توافر مصادر التمويل أو إرتفاع كلفها. التوقعات المتشائمة للمستثمرين والمحللين في سوق الأوراق المالية. المنافسة الشديده. عدم الأستقرار السياسي والأمني.

المصدر: من إعداد الباحثة إعتماًداً على المصادر الواردة في متن الجدول.

### Stages of Failure and Indicators of Units

### مراحل فشل الوحدات ومؤشراتها

المشكلات التي يمكن أن تواجهها الوحدة الاقتصادية، يمكن أن توضع على سلسلة متصلة بدءاً من صعوبات طفيفة لمشكلات أكثر خطورة ربما تقود الى الإفلاس الذي يعد المرحلة النهائية للفشل المالي. وغالبا ما يتم التركيز على العواقب المالية للمشكلات الأساسية، ولا يتناول فشل الأعمال في مراحله الأولى التي قد يكون من الصعب جدا وصفها وتشخيصها، ولهذا من الضروري بناء إطار حقيقي متكامل يشرح كيف يمكن للوحدات أن تفشل، لإحراز مزيد من التقدم في دراسة فشل الأعمال من منظور وقائي، إذ إن العلاج لتلك المشكلات التي تحدث في المراحل الأولى من الفشل يسمح بتنفيذ استراتيجيات فاعلة للوقاية، من ثم فهو يمكن تلك الوحدات من تجنب المشكلات الخطيرة بدلاً من تشخيصها البسيط. (Crutzen & Van, ٢٠٠٧: ٥-٦).

الشكل (٢)

مراحل فشل الوحدات ومؤشراتها



بتصرف الباحثة نقلاً عن: رمو، وحيد محمود و الوتار، سيف عبد الرازق (٢٠١٠): استخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بفشل الشركات المساهمة الصناعية : دراسة على عينة من الشركات المساهمة الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. تنمية الوراقين، المجلد ٣٢، العدد ١٠٠، ص ٩-٢٩ .

مفهوم وأهمية التنبؤ بالفشل المالي للوحدات

**The Concept and Importance of Predicting Financial Failure of Units**

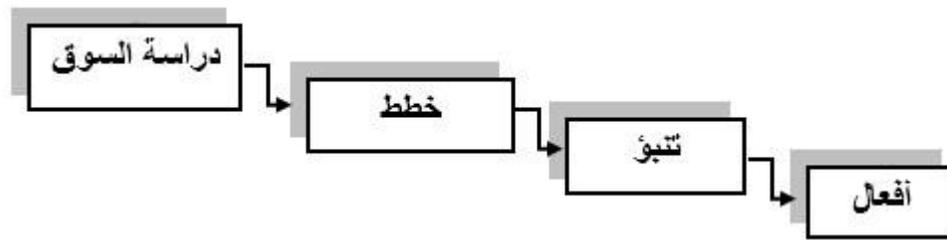
يعتمد إستمرار الوحدة الاقتصادية في المدى البعيد على وجود الطلب على سلعاها أو خدماتها واستمراره، وان الطلب على تلك السلع أو الخدمات يرتبط بالمستوى العام للنشاط الاقتصادي، وعليه ينبغي وضع تخطيط

سابق لكل أنشطة الإدارة، وينبغي توقع كل القرارات التي من الممكن أن تتخذها الإدارة في ضوء التنبؤات المستقبلية المتعلقة بهذا النشاط (فاتح، ٢٠١٤: ٢١).

فالتنبؤ هو حجر الأساس التي تستند عليه عمليات إتخاذ القرار والتخطيط، فهو توقع وتقدير لإحداث مستقبلية في ظل ظروف غير مؤكدة، ولهذا فهو ضروري لإغراض التخطيط. ويعرف التنبؤ بشكل عام بأنه "عملية عرض حالي لقيم مستقبلية بأستخدام مشاهدات تاريخية بعد دراسة سلوكها في الماضي" (بن طرية، ٢٠١١: ٥٢).

وعلى الرغم من أن هذه التنبؤات قد لا تتحقق، لكنها السبيل الوحيد الذي تستطيع إدارة الوحدة الاقتصادية في أثناء بناء خططها لتحقيق أهدافها، فلا وجود لإدارة بدون أهداف. ويكمن الفرق الجوهرية بين التنبؤ والقرار في أنه من الممكن التنبؤ دون صنع قرار معين، ولكن من غير الممكن صنع قرار دون وجود تنبؤ سابق له (عبيد، ٢٠٠٩: ١٠٢).

ويوضح الشكل اللاحق المفهوم العام للتنبؤ بوصفة ترجمة لخطط الاعمال وقراراتها الى أفعال:



الشكل (٣) المفهوم العام للتنبؤ بوصفة ترجمة لخطط الاعمال وقراراتها الى أفعال

الربيعي، هشام عطا بعيوي عباس (٢٠٠٨): إستخدام بعض الأساليب الكمية في التخطيط لقرارات العمليات) التنبؤ بالطلب والطاقة والتخطيط الإجمالي// دراسة حالة في معمل المنتجات الطبية أحد مصانع الشركة العامة للصناعات القطنية. جزء من متطلبات الحصول على درجة الدبلوم العالي التقني في تقنيات العمليات، هيئة التعليم التقني، الكلية التقنية الادارية/ بغداد.

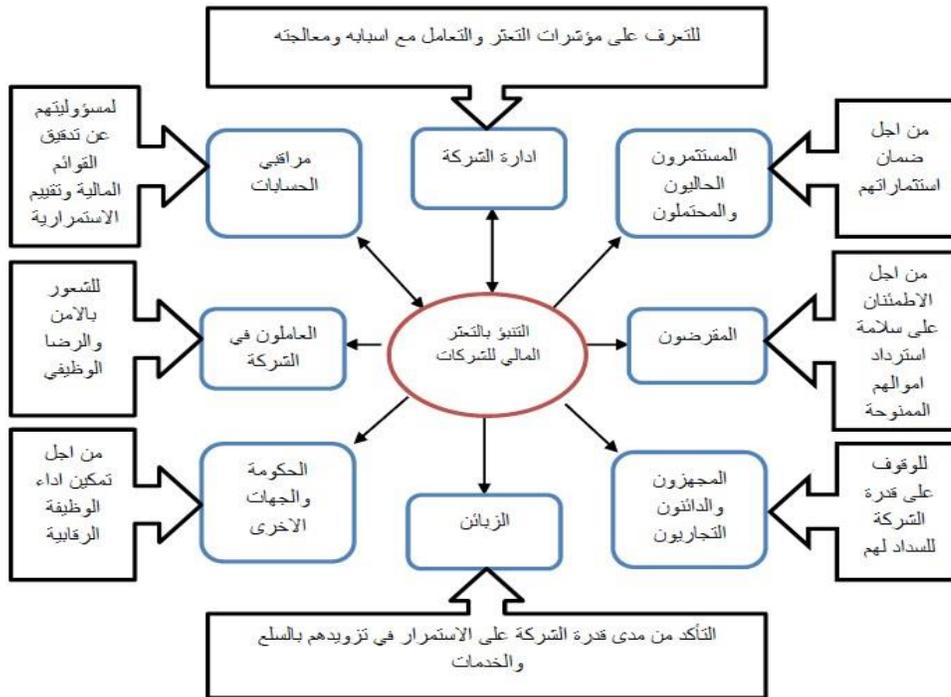
وهكذا يسهم التنبؤ المالي في تحقيق نوع من الرقابة المسبقة، التي تكشف الأخطاء قبل وقوعها لكي يتسنى اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة لمعالجة الفشل في مراحله المبكرة، وتجنب الوصول الى مرحلة الإفلاس والتصفيه (الحليوي وأحمد، ٢٠١٥: ١٨١). ولكي تكون المعلومات جيدة، ومفيدة في مجال التنبؤ بالفشل المالي للوحدات الاقتصادية ينبغي لها أن تمتلك خاصية القيمة التنبؤية Predictive Value التي تعد احدى الخصائص الثانوية المعززة للخصائص الأساسية للمعلومات المحاسبية وتحديد الملائمة، حتى تمكن مستعملي

عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

تلك المعلومات من التنبؤ بنواتج الاحداث السابقة، والحالية، والمستقبلية لتحسن من إمكانات أولئك المستعملين وقدراته في هذا المجال (جبل وآخرون، ٢٠٠٩:٣٠٤). ونظراً لهذه الأهمية هنالك كثير من الجهات التي تولي اهتماماً بالغاً بموضوع التنبؤ بالفشل المالي، كما هي موضح بالشكل (٤) الآتي:

الشكل (٤)

الجهات المستفيدة من عملية التنبؤ بالفشل المالي للوحدات



الشمري، محمد عباس نهود (٢٠١٥): أنموذج مقترح للتنبؤ بالتعثر المالي/ دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المختلطة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في علوم المحاسبة، الجامعة المستنصرية، كلية الادارة والاقتصاد.

### النماذج المستخدمة في التنبؤ بالفشل المالي Models Used to Predict the Failure Financial

يتم صنع قرارات الاعمال بناء على ظروف الاعمال الحالية والمستقبلية، وعليه يمكن إستعمال الدراسات السابقة عن الفشل المالي لتسهم في تحسين القرارات المالية. إذ إن الحاجة إلى توفير تحذير وافٍ للأطراف المعنية يعد السبب الرئيس في التماس طرائق ونماذج جديد للتنبؤ، وينبغي لهذه النماذج أن تتنبأ بفشل الاعمال المحتمل في أقرب وقت ممكن للحد من الخسائر، وهي تعتمد على النسب المالية التي نشقها من القوائم المالية المنشوره،

وأحيانا غير المنشوره، وأن نقطة الاختلاف الجوهرية بين هذه النماذج هي أختلافها في الوزن النسبي المعطى لكل نسبة مالية مستعملة (Agostini, ٢٠١٣: ١٠٩).

#### ١. انموذج Altman ١٩٦٨ :

هو أحد افضل النماذج التنبؤية المشتقة إحصائياً والتي تستعمل للتنبؤ بالفشل المالي المحتمل للوحدات، قدمه الخبير الاقتصادي Edward Altman (أحد اساتذة جامعة Stern) لإدارة الاعمال في نيويورك ( Hayes ١٢٤: ٢٠١٠, et al.). فقد أوضح Altman في دراسته التي أجراها عام ١٩٦٨، أن النسب المالية الاعتيادية غير كافيه وحدها للسماح بالتنبؤ بالفشل المالي، ولتقييم القدرة التنبؤية للمؤشرات المالية المختلفة من الضروري الجمع بين النسب المالية الاعتيادية والتقنيات الأخرى لإنتاج نتائج معقولة وموثوقه للتنبؤ بالفشل المالي، وبذلك هو يعد أول من تجاوز الطريقة التقليدية في التحليل، وأنتهج طريقة تحليل التمايز (٤٨: ٢٠١٤, Onyiri).

وعليه انشأ Altman الأساس للدراسات اللاحقة عن الفشل المالي، إذ استعمل البيانات المتاحة لست وستين (٦٦) وحدة صناعية مدرجه في السوق المالي، منها ثلاث وثلاثين (٣٣) وحدة تعرضت للفشل والإفلاس، واستمرت هذه الدراسة لمدة عشرين عام في الحقبة الممتدة بين عامي (١٩٤٦-١٩٦٥)، وقد تمكن من تحقيق دقة تصل الى ٩٥% قبل عام واحد من حدوث الفشل والإفلاس (أنجرو، ٢٠٠٧: ١١١).

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 \dots \dots (٧)$$

(الجدول (٤)

المتغيرات المستعملة في إحتساب أنموذج Altman

م	النسبة	تفسير النسبة
X <sub>١</sub>	رأس المال العامل /إجمالي الموجودات	تعبر هذه النسبه عن الأهمية النسبية للموجودات المتداولة قياساً بإجمالي موجودات الوحدة الاقتصادية، وعليه فهي تنظر في خصائص السيولة والحجم. تستعمل في قياس القدرة على تلبية الالتزامات المالية عند الاستحقاق (الشيخ، ٢٠٠٨: ٣٦).
X <sub>٢</sub>	الأرباح المحتجزة/ إجمالي الموجودات	تقيس هذه النسبه الرافعه المالي (نفوذ الوحدة) من خلال قدرة تلك الوحدة على تمويل موجوداتها اعتماداً على الأرباح المحتجزة بدلاً من إستعمال الديون، وعليه فهي تسلط الضوء على قدرة الوحدة على النمو والتوسع من خلال الأرباح المتولدة داخلياً (Kpodoh, ٢٠٠٩).

م	النسبة	تفسير النسبة
		٣٤
X <sub>٣</sub>	الأرباح قبل الفائدة والضريبه / إجمالي الموجودات	تعد النسبه الأكثر أهمية في أنموذج Altman، فهي تقيس الإنتاجية الحقيقية لإصول الوحدة بغض النظر عن أي عوامل ضريبية أو نفوذ. ولما كان الوجود النهائي للوحدة يعتمد بالدرجة الأساس على القوة الإيرادية لإصولها فإن هذه النسبه تبدو مناسبة بشكل خاص للدراسات التي تتناول موضوع التنبؤ بالفشل المالي للوحدات (Altman & Hotchkiss, ٢٠٠٦: ٢٤٢).
X <sub>٤</sub>	القيمة السوقية لحقوق المساهمين /إجمالي المطلوبات	تقيس هذه النسبه مقدار تغطية حقوق المساهمين لمجموع الإلتزامات المترتبة بذمة الوحدة، إذ تعد حقوق المساهمين هامش الإيمان بالنسبه للدائنين (خلف وفاضل ، ٢٠١٦: ٦٤).
X <sub>٥</sub>	المبيعات/ إجمالي الموجودات	تقيس هذه النسبة مدى قدرة الموجودات على توليد الأرباح من خلال المبيعات، كما أنها تقيس مدى قدرة الإدارة على التعامل مع التغيرات المستجدة والظروف التنافسية للاسواق (Shilpa, ٢٠١٧: ٥٢)

واعتماداً على قيمة Z-score يمكن معرفة اذا ما كانت الوحدة معرضة لمخاطر الفشل والإفلاس، فعندما تكون تلك القيمة أقل من ١,٨١ فإن ذلك يعني إحصائية تعرض الوحدة لمخاطر الفشل تكون مرتفعه جداً، إما اذا كانت أكبر من ٢,٩٩ فإن ذلك يعني إن إحصائية التعرض للفشل منخفضة، في حين تحتاج الوحدات الى مزيد من الدراسة عندما تتراوح قيمة Z-score بين (١,٨١-٢,٩٩) والتي تسمى بالمنطقة الرمادية (Bibeault, ١٩٩٩: ٦٣).

## ٢. أنموذج Sherrod ١٩٨٧:

يعد أحد أهم نماذج التنبؤ بالفشل المالي، فهو لم يميز بين الوحدات الصناعية وغير الصناعية أو تلك المدرجة في الاسواق المالية أو غير المدرجة كما حدث في أنموذج Altman، ومن هنا إستمد صلاحية التطبيق لمختلف أنواع الوحدات (حليحل وكريم، ٢٠١٦: ١٤٩). وقد إعتد هذا الأنموذج على ستة مؤشرات مالية مستقلة، فضلاً عن الأوزان النسبية لمعاملات وظائف التمييز التي أعطيت لهذه المتغيرات على وفق المعادلة الآتية :

$$Z = 17X_1 + 9X_2 + 3,5X_3 + 2,0X_4 + 1,2X_5 + 0,10X_6 \dots \dots (٨)$$

الجدول (٥)

المتغيرات المستعملة في إحتساب أنموذج Sherrod

المتغير	النسبة	تفسير النسبة
$X_2$	الموجودات السائلة / إجمالي الموجودات	تقيس هذه النسبة مقدار النقدية وما في حكمها من الاستثمارات في الأوراق المالية قصيرة الأجل المتوفرة لسداد الالتزامات الجارية (سامي، ٢٠١٢: ٩٩).
$X_3$	حقوق المساهمين / إجمالي الموجودات	تعكس هذه النسبة مدى مساهمة المالكين في إجمالي موجودات الوحدة الاقتصادية وكلما ارتفعت النسبة كلما زادت ضمانات الدائنين، كما إنها تحدد مقدار ما سوف يحصل عليه المساهمين في حال تصفية الوحدة (https://www.investopedia.com).
$X_5$	إجمالي الموجودات / إجمالي المطلوبات	وتسمى أيضاً بنسبة الملائة الإجمالية، فهي تقيس قدرة الشركة على تغطية المطلوبات المتداولة وغير المتداولة، وكلما ارتفعت النسبة كانت قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات أفضل (Subačienė & Villis, ٢٠١٠: ١٢٤).
$X_6$	حقوق المساهمين / إجمالي الموجودات الثابتة	تقيس مدى تغطية حقوق المساهمين للموجودات الثابتة للوحدة، باعتبار أن مصادر تمويل تلك الموجودات ينبغي أن تكون طويلة الأجل، كما تظهر أيضاً مدى تمويل واعتماد الوحدة على مصادر التمويل الداخلية المتمثلة بـ(رأس المال، الاحتياطيات، الأرباح المحتجزة) في تمويل شراء الموجودات الثابتة، وعلية فأن ارتفاع هذه النسبة هو امر جيد لكونه يزيد من قدرة الوحدات في الحصول على الائتمان في المستقبل لوجود ضمانات كافية وعلى رأسها الموجودات الثابتة الممولة داخلياً. (كافي، ٢٠٠٩: ٢٧٧).

\*يضاح: إما المتغير  $X_1$  الذي يمثل نسبة رأس المال العامل/ إجمالي الموجودات والمتغير  $X_4$  الذي يمثل نسبة صافي الربح بعد الضريبة/ إجمالي الموجودات، قد سبق وان تم الإشارة إليها ضمن متغيرات أنموذج Altman.

ويلاحظ من المعادلة المذكورة آنفاً، أن أعلى وزن نسبي أعطي لمتغيرات السيولة، ويرجع السبب في ذلك الى الأهداف التي سعى هذا الأنموذج لتحقيقها والمتمثلة بك:

- تقييم مخاطر الائتمان عند منح القروض للمشاريع الاقتصادية.

- تقييم قدرة الوحدات على البقاء والاستمرار لمعرفة مدى قدرتها على القيام بأنشطتها في المستقبل. وأعتادا على درجة Z لهذا الأنموذج تم تصنيف الوحدات الى خمس فئات وفقاً لدرجة المخاطر والقدرة على البقاء والاستمرارية، وكالاتي:

#### الجدول (٦)

تقسيم الوحدات الى فئات بحسب درجة المخاطرة وفقا لأنموذج Sherrod

الفئة	درجة المخاطرة	قيمة Z
الأولى	الوحدة غير معرضة لمخاطر الفشل والإفلاس	$Z > 25$
الثانية	إحتمال ضئيل للتعرض لمخاطر الفشل والإفلاس	$25 \geq Z > 20$
الثالثة	من الصعب التنبؤ بمخاطر الفشل والإفلاس	$20 \geq Z > 5$
الرابعة	الوحدة معرضة لمخاطر الفشل والإفلاس	$5 \geq Z > -5$
الخامسة	الوحدة معرضة لمخاطر الفشل والإفلاس بشكل كبير	$Z \leq -5$

المصدر: (Babela & Mohammed, ٢٠١٦: ٣٨)

#### المحور الثالث: الجانب التطبيقي

##### ❖ أولاً: قياس متغيرات البحث وتحليل النتائج

لما كان النمو عاملاً مهماً لنجاح أي عمل، وعلى الرغم من أن النمو السريع قد يبدو مؤشراً إيجابياً، إلا أنه حينما يتجاوز ذلك النمو حداً معيناً يمكن تمثيلة بمعدل النمو المستدام يمكن أن يكون مثار قلق نظراً للضغوط المالية التي يفرضها ذلك النمو على موارد الكيان.

فحينما تنمو الوحدات بمعدل يتجاوز معدل النمو المستدام، أن ذلك يعني أن الوحدات ليس لديها ما يكفي من النقد في متناول اليد لتلبية إحتياجاتها المالية، وعليه تكمن المشكلة في أنه كلما ازد معدل النمو بوتيرة أسرع، ازدادت الحاجة إلى الأموال لدعم النمو، ففي سبيل زيادة المبيعات، تحتاج الوحدة إلى زيادة موجوداتها الثابتة والمدنيين، والمخزون، لإنتاج المبيعات الإضافية ودعمها، وهنا يصبح من الضروري ضخ رأس مال إضافي وهذه حاجة ينبغي التخطيط لها مسبقاً.

ويمكن توفير النقد المطلوب عن طريق لجوء الوحدة الى الاقتراض، أن كان هذا الإرتفاع في معدل النمو بشكل مؤقت، أما حينما يتجاوز معدل النمو الفعلي للمبيعات معدل النمو المستدام لمدد أطول هنا ينبغي للإدارة صياغة استراتيجية مالية جديدة من بين الخيارات الآتية:

١. بيع أسهم جديدة.

٢. زيادة النفوذ المالي بشكل دائم (عن طريق استخدام الديون).

٣. تخفيض توزيعات الارباح.

٤. زيادة هامش الربح.

٥. خفض النسبة المئوية لنسبة (إجمالي الموجودات/ المبيعات)

فإن لم يتم الحصول على تلك الاموال، فإن الوحدة الاقتصادية سوف تستنفد موجوداتها مما يؤدي إلى مخاطر بالغة. في حين إذا كانت المبيعات تنمو ببطء جدا، فأن الخطر هنا يكمن في تدمير قيمة الوحدة عن طريق الاحتفاظ بالموجودات التي تكسب معدل أقل من تكلفة رأس المال. إذا كان معدل النمو المستدام أعلى من العائد على حقوق الملكية قد يعني ذلك أن نشاطك التجاري لا يؤدي أداء جيدا.

وعليه سوف نقوم خلال هذا المحور بقياس وتحليل كل من معدل النمو المستدام SGR ومعدل النمو الفعلي للمبيعات AGR، ثم نقوم بتطبيق أنموذج Altman على البيانات المالية لوحدات قطاع (الصناعة، والزراعة، والخدمات، والتأمين، والاستثمار المالي) وأنموذج Sherrod على البيانات المالية لوحدات قطاع (السياحة والفنادق، والمصارف)، ثم نلجأ بعد ذلك الى مقارنة نتائج معدل النمو المستدام ومعدل النمو الفعلي عن طريق تجميعهما في مجموعتين الأولى تضم النسب التي يكون فيها معدل النمو المستدام أعلى من معدل النمو الفعلي، والثانية تتضمن النسب التي يكون فيها معدل النمو المستدام أقل من معدل النمو الفعلي، ومن ثم مقارنة أنموذجي Altman و Sherrod مع المجموعتين لتحديد مدى وجود علاقة بينهما.

الجدول (٧)

متوسط نتائج التطبيق لمتغيرات البحث

Z-Score	AGR	SGR	الوحدة
<b>قطاع الصناعة</b>			
١,١٧	-٢٢,٧٧	-١٩,٠٨	الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات
١١,٧٤	١١,٥١	٤,٧٨	المنصور للصناعات الدوائية
٣,٠٥	٤,٢١	٤,٤٣	العراقية للسجاد والمفروشات
٢٣,١٥	١٨,٤١	٤,٤٧	بغداد للمشروبات الغازية
<b>قطاع الزراعة</b>			
١١,٢٤	١٦,٥٦	٢,٨١	العراقية لإنتاج وتسويق المنتجات الزراعية
١,١٣	٦٢,٣٢	٥١,٢٧	العراقية لإنتاج البذور

عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

Z-Score	AGR	SGR	الوحدة
٠,٧٦	٥٣,١٥	٣,٥٦	الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي
٨,٥٩	٤٢,٦٩	٥,٢٥	الشرق الاوسط لإنتاج وتسويق الاسماك
<b>قطاع الخدمات</b>			
٦,١٨	٥٥,٣٣	٣٢,٤٠	بغداد العراق للنقل العام والاستثمارات العقارية
٥١,٤١	٣٢,٢٨	٢٨,٧١	مدينة العاب الكرخ السياحية
١,٩٠	-١٩,١٠	١٠,٠٢	البادية للنقل العام
<b>قطاع التأمين</b>			
٦,٧٤	٣٠,٩٩	١٢,٧١	الامين للتأمين
٤,٨٧	٣٥,١١	-١,٧١	الخليج للتأمين
<b>قطاع الإستثمار المالي</b>			
٧,١١	٠,٤٨	٣,٠٧	الزوراء للاستثمار المالي
<b>قطاع المصارف</b>			
١٤,٧٠	٥٦٤,٥٧	١١,٦٦	المتحد للاستثمار
٢٧,٢٣	-٤,١٨	٩,٥٩	الائتمان العراقي
٢٠,٢٢	١٨,٩٩	١١,٧٩	الموصل للتنمية والاستثمار
١٠,٦٩	١٠,٦٦	١٣,٩٠	الشمال للتمويل والاستثمار
<b>قطاع السياحة والفنادق</b>			
١٨,٤٧	٦١٠,٦٢	-٧,٣٨	فندق بغداد
١,٥٠	-٣٣,٥١	-٢٨,٩٦	فندق بابل

#### الجدول (٨)

تقسيم عينة البحث الى مجموعتين

المجموعة الثانية ( SGR < AGR )	المجموعة الأولى ( SGR > AGR )
المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية	الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات
بغداد للمشروبات الغازية	العراقية للسجاد والمفروشات
العراقية لإنتاج وتسويق المنتجات الزراعية	البادية للنقل العام
العراقية لإنتاج البذور	الزوراء للاستثمار المالي
الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي	الاتئمان العراقي
الشرق الأوسط لإنتاج وتسويق الاسماك	الشمال للتمويل والاستثمار
بغداد العراق للنقل العام والاستثمارات العقارية	فندق بابل
مدينة العاب الكرخ السياحية	
الامين للتأمين	
الخليج للتأمين	
المتحد للاستثمار	
الموصل للتنمية والاستثمار	
فندق بغداد	

من الجدولين السابقين يتضح أن عدد الشركات المشمولة بالعينة والبالغة عشرين شركة منها ثلاث عشرة كان متوسط معدل النمو الفعلي لمبيعاتها خلال فترة الدراسة البالغة سبعة أعوام أعلى من متوسط معدل النمو المستدام لها، وهذا يعني أنها نمت بمعدل أسرع من المعدل الذي تستطيع الإستدامة به دون أن تحتاج الى مصادر خارجية للتمويل وهي تمثل شركات المجموعة الثانية، أما الشركات السبع المتبقية فكان متوسط معدل النمو الفعلي لها أقل متوسط معدل النمو المستدام، وهي تمثل شركات المجموعة الأولى.

في حين أشارت نتائج متوسط قيم Z-Score لأنموذج Altman المطبق على كل من شركات قطاع (الصناعة، والزراعة، والخدمات، والتأمين، والإستثمار المالي) الى تدهور الوضع المالي لشركتين من شركات المجموعة الأولى، هي (الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات، والبادية للنقل العام)، وشركتين من شركات المجموعة الثانية، هي (العراقية لإنتاج البذور، والحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي)، ثلاث منها كانت قد انخفضت قيم Z-Score لها دون مستوى الحد الأدنى البالغ ١,٨١ الذي يعد بمثابة هامش الامان، وهي الشركة (الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات، العراقية لإنتاج البذور، الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي)،

أما شركة البادية كان متوسط قيمة Z-Score لها تقع ضمن المنطقة الضبابية التي يصعب فيها الحكم على واقع الشركة والتي تشير الى إحصائية الفشل وبذلك فهي تحتاج الى مزيد من الدراسة.

أما نتائج متوسط قيم Z لأنموذج Sherrod المطبق على شركات قطاعي (المصارف، والسياحة والفنادق) فقد أشارت الى تدهور الوضع المالي لشركتين من شركات المجموعة الأولى، هي (مصرف الشمال للتمويل والاستثمار، وفندق بابل)، وثلاث شركات من شركات المجموعة الثانية، وهي (المصرف المتحد للاستثمار، ومصرف الموصل للتنمية والاستثمار، وفندق بغداد)، اربع منها كانت قيم Z لها تشير الى وقوعها ضمن الفئة الثالثة التي صعوبة التنبؤ بواقع الشركة وبالتالي فهي تحتاج الى المزيد من الدراسة وهي (مصرف الشمال للتمويل والاستثمار، ومصرف المتحد للاستثمار، ومصرف الموصل للتنمية والاستثمار، وفندق بغداد). أما فندق بابل كانت قيم Z له تشير الى الفئة الرابعة التي تزداد فيها إحصائية التعرض لمخاطر الفشل والإفلاس.

ومن المؤشرات المهمة التي كانت تؤكد تدهور الوضع المالي لتلك الشركات، ما يأتي:

١. تحقيق كل من الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات وفندق بابل خسائر مالية متتالية تجاوزت النسبة القانونية للتصفية البالغة ٧٥% والتي حددها قانون الشركات العراقي رقم (٢١) الصادر عام ١٩٩٧ ضمن الفقرة (٧٦). في الشركة الوطنية نلاحظ توالي الخسائر المالية للشركة خلال الأعوام (٢٠١٠-٢٠١٥) حتى بلغ رصيدها نهاية عام ٢٠١٥ (٨٤٣٦) مليون دينار، وهي تشكل نسبة ١٦٩% من رأس مال الشركة البالغ ٥ مليار، كذلك هو الحال بالنسبة لفندق بابل، على الرغم من قيام الفندق بزيادة رأسماله ليصل الى ٢ مليار نهاية عام ٢٠١٥ إلا أن العجز لازال يشكل نسبة ١٦٠% منه.

إما الشركة العراقية لإنتاج البذور فعلى الرغم من عدم تحقيقها أي خسائر مالية طوال فترة الدراسة، إلا أن رصيد العجز المتراكم المدور من الأعوام السابقة لبدء الدراسة كان يشكل نسبة ١١٧,٢٥% من رأس المال البالغ ٢ مليار في بداية مدة البحث، إلا إنها تمكنت من خلال زيادات رأس المال ومن خلال ما حققتة من إطفاء رصيد العجز المتراكم بالكامل نهاية عام ٢٠١٥.

أما شركة الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي فعلى الرغم من عدم تحقيقها أي خسائر مالية طيلة فترة الدراسة، يضاف الى ذلك عدم وجود رصيد للعجز المتراكم مدور من السنوات السابقة للدراسة، إلا أن مستوى الربح كان في إنخفاض وتذبذب مستمر خلال الاعوام ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ و ٢٠١٠، في حين نلاحظ ارتفاعه خلال عامي ٢٠١٢ و ٢٠١٣ نتيجة قيام الشركة بتوقيع عقد أستثمار زارعي مشترك لمحطة أبقار القادسية وكذلك هو الحال بالنسبة لمحطة أبقار الخالص، إلا أنه زال يشكل نسبة منخفضة جدا مقارنة بإجمالي موجودات الشركة ويظهر ذلك بوضوح من خلال قيم المتغير  $X_2$  و  $X_3$ .

إما شركة البادية للنقل للعام فقد حققت خسائر مالية مالية لثلاثة أعوام متتالية، مما أدى إلى ارتفاع رصيد العجز المتراكم إذ أصبح يشكل ٤٦% من رأس مال الشركة البالغ ٢٢٠٠ مليون دينار في نهاية عام ٢٠١٥، وهي نسبة قريبة من تلك النسبة الواردة في قانون الشركات العراقي رقم (٢١).

٢. تدهور أسعار بيع أسهم تلك الشركات في سوق العراق للأوراق المالية عاما بعد الآخر فبعد أن بلغ سعر السهم الواحد لشركة الوطنية ٣,٠٥٠ دينار عام ٢٠٠٩ أخذ بالإنخفاض بشكل مستمر حتى بلغ ٠,٦٩٠ دينار نهاية عام ٢٠١٥، أما شركة البادية قد بلغ أعلى سعر لإسهمها ١٣,٢٥٠ دينار عام ٢٠١٠ ومن ثم أخذ بالإنخفاض التدريجي حتى أصبح يبلغ ٠,٩٢٠ دينار نهاية عام ٢٠١٥.

في حين كان أعلى سعر لأسهم الشركة العراقية لإنتاج البذور وشركة الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي يبلغ ٧,٢٣٠ و ١,٦٦٠ دينار عامي ٢٠١٣ و ٢٠١١ على التوالي، وفي المقابل بلغت أسعار باقي شركات قطاع الزراعة المدروسة ٢٥,٥٠٠ و ١٣,٣٠٠ دينار في كل من شركتي الشرق الأوسط لإنتاج وتسويق الأسماك والشركة العراقية لإنتاج وتسويق المنتجات الزراعية على التوالي، مما أدى إلى انخفاض القيمة السوقية للشركة، وبالتالي انخفاض قيم المتغير  $X$  لأنموذج Altman.

٣. انخفاض وتدهور تدريجي واضح في قيم رأس المال العامل لتلك الشركات، إذ أصبح قيمة سالبة نهاية عام ٢٠١٥ في الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات، إما الشركة العراقية لإنتاج البذور على الرغم من تحسن قيم رأس المال العامل عن بداية فترة الدراسة إلا أنها لا زالت تشكل نسبة منخفضة جدا مقارنة بإجمالي الموجودات التي تملكها الشركة. إما شركة الحديثة فيلاحظ أيضا انخفاض مستوى وقيمة رأس المال العامل وخاصة عامي ٢٠١١ و ٢٠١٢ فعلى الرغم من قيام الشركة بزيادة رأسمالها بمقدار ١٢٦٠ مليون عام ٢٠١١ إلا أنها لا زالت تعاني من عجز السيولة النقدية، وكذلك هو الحال بالنسبة لعام ٢٠١٢ إذ نلاحظ ظهور رأس المال العامل برصيد سالب بمقدار ٥٢٩ مليون.

كذلك هو الحال بالنسبة لفندق بابل، إذ إن هذا الانخفاض يزيد من المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها تلك الشركات وكما يمكن أن يكون مؤشر على وجود مشكلة في طريقة عمل الشركة. فهو يشير إلى عدم قدرتها على تلبية إلتزاماتها المالية قصيرة الأجل عند الإستحقاق نتيجة عدم توفر السيولة النقدية الكافية لديها.

٤. عدم كفاءة تلك الشركات في استخدام موجوداتها ويظهر ذلك بوضوح من خلال انخفاض معدل دوران الموجودات  $X$  وانخفاض معدل العائد على الموجودات  $X$  لكل من شركة البادية للنقل العام وشركة الحديثة للإنتاج الزراعي والحيواني نتيجة توقف العديد من الخطوط الإنتاجية للشركة عن العمل لفترات طويلة ومنها محطة أبقار الخالص والقادسية ومركز جمع الحليب في جبيلة. كذلك هو الحال بالنسبة للشركة العراقية لإنتاج البذور إذ نلاحظ وجود عدد من السيارات المسروقة والبالغ عددها تسع سيارات

والتي لازالت مسجلة في حسابات الموجودات الثابتة بكلفة ٥١ مليون دينار، إلا أن الشركة لم تتخذ الإجراءات اللازمة بشأنها، مما يعني أن جزء كبير من الموجودات التي تملكها تلك الشركات ظاهرة في السجلات ولكنها خارج النشاط.

٥. ارتفاع نسبة المديونية لدى بعض الشركات ومنها الشركة (العراقية لإنتاج البذور، والحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي ويظهر ذلك بوضوح من خلال نسبة مضاعف حق الملكية. خاصة في عدم ظل عدم توفر السيولة النقدية الكافية لدى تلك الشركات لسداد الاقساط المستحقة في مواعيدها مما أدى الى تحميلها فوائد تأخيريه، ويظهر ذلك بوضوح في شركة الحديثة إذ نلاحظ لجوء الشركة الى مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل من خلال بيع الاسهم، يضاف الى ذلك التمويل الخارجي قصير الأجل من خلال الدائون والقروض وكذلك السحب على المكشوف جميع الإعوام عينة الدراسة.

أما الشركة العراقية لإنتاج البذور، فعلى الرغم من عدم لجوءها الى التمويل الخارجي طويل الأجل، إلا أنها كانت تعتمد على التمويل قصير الأجل بشكل كبير سواء كان من خلال الدائنين او من خلال القروض مما أدى الى تراكم الديون التي بذمة الشركة ومنها القرض البالغ ٥٠٢٦ مليون دينار، الذي تم إستلامه قبل أحداث ٢٠٠٣ من وزارة الزراعة والمالية، ونتيجة لعدم توفر السيولة النقدية الكافية لدى الشركة واللازمة لسداده تم حجز بعض الموجودات الثابتة العائدة للشركة والبالغ قيمتها ١٤ مليون دينار أراضي و ٤١ مليون دينار الآت ومعدات والتي تشكل نسبة ٥٨% من مبلغ القرض من قبل الجهة المانحة للقرض.

في حين يظهر العكس تماما لدى قسم آخر من الشركات، فيلاحظ عدم لجوء كل من الشركة (الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات، والبادية للنقل العام) الى مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل سواء كان ذلك عن طريق الاقتراض او من خلال بيع الاسهم رغم الحاجة الماسه لها، خاصة في ظل عدم كفاية المصادر الداخلية للتمويل نتيجة الخسائر المتتالية التي تعرضت لها.

أما باقي شركات المجموعة الأولى المتمثلة بالشركة (العراقية للسجاد والمفروشات، الزوراء للإستثمار المالي، ومصرف الإئتمان العراقي ) فقد كانت قيم Z لها تشير الى النجاح والإبتعاد عن مخاطر الفشل والإفلاس، وعند الرجوع الى الشركة العراقية للسجاد والمفروشات نجد إنه على الرغم من إن متوسط معدل النمو المستدام لها كان أعلى من متوسط معدل النمو الفعلي إلا أن الفرق بين المتوسطين كان منخفض إذ بلغ ٠,٢٢% وعالية فأنها كانت تنمو بحدود مال تولدة وبتحسين الموارد المالية المتوفرة لها على الرغم من عدم إعتماها على مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل سواء كان ذلك من خلال بيع الأسهم أو من خلال الإقتراض واكتفاءها بالمصادر الداخلية والتمويل الإضافي قصير الأجل من خلال الدائون والذي يلاحظ إنخفاض مبالغها مقارنة بإجمالي الموجودات المتداولة

للشركة، إلا أنها استطاعت ان تحقق متوسط معدل نمو فعلي للمبيعات يوازي متوسط معدل النمو المستدام لها، وخاصة في ظل اعتمادها سياسة توزيع أرباح منتظمة لجميع الأعوام عينة الدراسة، إلا إنها استطاعت أن توائم بين أهداف السيولة والربحية والنمو.

في حين بلغ الفرق بين المتوسطين لشركة الزوراء للإستثمار المالي ٢,٥٩% أما مصرف الإئتمان فقد كان متوسط النمو الفعلي له يشير الى التراجع والركود. وعلى الرغم من إن نتائج أنموذجي Altman و Sherrod لتلك الشركات كانت مطمئنة على الأقل على مدى مدة من الزمن إلا إن إستمرارها بهذا النهج قد يعرضها الى مخاطر تدمير القيمة وفقدان الميزة التنافسية الى قد تؤدي بها الى الفشل والإفلاس.

أما باقي شركات المجموعة الثانية والبالغ عددها ثمان شركات والمتمثلة بشركة (المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية، بغداد للمشروبات الغازية، العراقية لإنتاج وتسويق المنتجات الزراعية، الشرق الأوسط لإنتاج وتسويق الاسماك، بغداد للعراق للنقد العام والاستثمارات العقارية، مدينة العباب الكرخ السياحية، الامين للتأمين، الخليج للتأمين) هي الأخرى كانت قيم Z-Score لها تشير الى سلامة الوضع المالي لها وابتعادها عن مخاطر الفشل والإفلاس، على الرغم من إن متوسط معدل النمو الفعلي لمبيعاتها كان أعلى من متوسط معدل النمو المستدام خلال فترة الدراسة، وعليه أن إستمرارها بالنمو بهذا النهج قد يكون مثار قلق نظرا للضغوط المالية التي يفرضها ذلك النمو على موارد تلك الشركات، الذي قد تؤدي بها الى الفشل وحتى الإفلاس في حال عدم قدرتها على الحصول على تلك الموارد لتمويل الزيادة في المبيعات.

وعند الرجوع الى شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية، نلاحظ أنه على الرغم من إنخفاض المبيعات خلال عام ٢٠١٠ و ٢٠١٣ و ٢٠١٤ بنسبة ٣٥% ، ١٤% ، ١٨% على التوالي، الأمر الناتج عن توقف مصانع الشركة عن العمل بتاريخ ٢٥/١١/٢٠٠٩ لإغراض إعادة التأهيل والتطوير المفروضة من قبل وزارة الصحة ليطماشى مع متطلبات التصنيع الدوائي، وعلى الرغم من تعاقد الشركة مع الوزارة على تصنيع وتسويق الحبوب في مصنع آخر وفق مبدء التصنيع للغير لغرض تحسين الموقف المالي للشركة، إلا أن متوسط معدل النمو الفعلي للشركة خلال فترة الدراسة كان أعلى من متوسط معدل النمو المستدام لها، وهذا يعني أن الشركة نمت بمعدل أسرع من المعدل الذي يمكنها الإستدامة به.

أما الشركة العراقية لإنتاج وتسويق المنتجات الزراعية ، فعلى الرغم من أنها لازالت متوقفة عن ممارسة نشاطها الأساسي المحدد في عقد تأسيسها والمتمثل بتوفير المواد الغذائية عن طريق الإنتاج والتسويق في مواقعها الثلاث (المحمودية والصويره والخالص) منذ عام ٢٠٠٣، وأعتمادها على تأجير مشاريعها

للغير بدلا من التشغيل المباشر، إلا أنها إستطاعت أن تحقق نتائج مرضية وإيرادات جيدة ناتجة عن تأجير موجودتها، بالإضافة الى الإيرادات المتحققة عن إستثماراتها المالية في رؤوس أموال الشركات الأخرى وحسابات التوفير والودائع الثابتة لدى المصارف. كذلك هو الحال بالنسبة لشركة الشرق الأوسط لإنتاج وتسويق الاسماك، فقد إستطاعت من خلال خطتها القائمة على إستثمار أحواض تربية الاسماك مع الغير، واستغلال مركز التكاثر والتطوير من قبل متعهد خارجي يقوم بتشغيل المركز على حسابة الخاص على أن يقوم بتجهيز الشركة بإحتياجاتها، وتركيزها على معامل كبس الاعلاف السمكية لتغطية إحتياجاتها وكبس الفائض من طاقة المعمل للغير أن تحقق نتائج مرضية أبتعدت بها عن مخاطر الفشل والإفلاس.

أما شركة بغداد العراق للنقد العام والاستثمارات العقارية ، فيلاحظ أن وضع الشركة في بداية مدة الدراسة كان يشير الى التدهور والفشل نتيجة انخفاض قيمة Z-Score دون مستوى الحد الأدنى البالغ ١,٨١ وعند البحث عن الأسباب التي أدت الى ذلك نلاحظ إرتفاع إجمالي موجودات الشركة وعدم كفاءة الشركة في أستخدام تلك الموجودات إذ بلغ إجمالي المدينون لذلك العام ١٢٧٩ مليون في حين إنخفض الى ٤٨٩ مليون عام ٢٠١٠، كذلك هو الحال بالنسبة لإلتزامات الشركة قصيرة الأجل اذ بلغ إجمالي الدائنون ٣٢٣٤ مليون دينار في حين بلغ ٨٥٤ مليون عام ٢٠١٠ نتيجة قيام الشركة بتسديد مستحقات ضريبة الدخل المتجمعة عن الأعوام السابقة والتي بلغت ١٨١ مليون، ومستحقات دائرة الضمان الإجتماعي أيضا البالغة ٢٨ مليون. كما يتضح أيضا وجود عدد من الحالات المتوقفة عن العمل منذ سنوات سابقة لم تتخذ الشركة الإجراءات اللازمة لتصلحها او بيعها في حالة عدم الاستفادة منها، بالإضافة الى الحافلة المسروقة منذ عام ٢٠٠٣ لم تتخذ الشركة الإجراءات القانونية والادارية اللازمة بشأنها.

أما مدينة العاب الكرخ السياحية، هي تعد من الشركات الناجحة والمستمرة في مزاوله أعمالها على الرغم من الخسارة التي تعترضتها لها في عام ٢٠١٥ والتي كان سببها إرتفاع المصاريف كون إن الشركة في مرحلة الانشاءات والتطوير، إذ باشرت الشركة خلال ذلك العام رفع كافة الالعب العائدة لإمانة بغداد، ومن ثم تهيئة الارض لنصب الاجهزه الجديدة المتعاقد عليها مع الشركة التركية، إلا أنه بسبب الظروف الإمنية التي يمر بها البلد إمتعت الشركة التركية عن إرسال كادرها الفني المتخصص كل ذلك أثر في تأخر نصب الإجهزة في الاوقات المحددة مسبقا وبالتالي قلة الايرادات، فمن إصل ٢٦ جهاز مخطط نصبه وتهيئته للتشغيل تم إنجاز ١٧ جهاز فقط ، إضافة الى بعض التلكؤات التي واجهتها الشركة في مشروع المدينة المائية.

ومن المؤشرات المهمة التي إدت الى إبتعاد تلك الشركات عن مخاطر الفشل والإفلاس، ما يأتي:

١. توفر السيولة النقدية الكافية لدى تلك الشركات لمواجهة الإلتزامات المالية القصيرة الأجل التي قد تتعرض لها، ويظهر ذلك بوضوح من خلال قيم رأس المال العامل وقيم المتغير  $X_1$ . إذ إن رأس المال العامل مؤشر جيد يشير لمدى قدرة الشركة على تمويل عملياتها اليومية والوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل، فإرتفاعه يعني أن الشركة قادرة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل وتوفير فائض من السيولة لتطوير أعمالها، وعلى العكس من ذلك فإن إنخفاضه يعني أن الشركة تتجه نحو خطر محتم قد يؤدي بها إلى الإفلاس.

٢. إرتفاع أسعار بيع أسهم تلك الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، بعد إن سعر السهم الواحد للشركة العراقية لإنتاج وتسويق المنتجات الزراعية ما يقارب ٣,١٦٠ دينار عام ٢٠٠٩ أخذ بالإرتفاع المستمر حتى أصبح يبلغ ١١,٣٥٠ دينار نهاية عام ٢٠١٤، كذلك هو الحال بالنسبة لإسهم شركة الشرق الأوسط لإنتاج وتسويق الاسماك فبعد أن كان سعر السهم يبلغ ٥,٥٠٠ دينار عام ٢٠٠٩ أصبح يبلغ ٢٥,٥٠٠ دينار نهاية عام ٢٠١١.

إما شركة المنصور للصناعات الدوائية على الرغم من الإنخفاض الحاصل في أسعار بيع أسهم الشركة في سوق العراق للأوراق المالية فبعد أن كان سعر السهم يبلغ ٢,٨٢٠ دينار عام ٢٠١١ أصبح يبلغ ٠,٧٦٠ نهاية عام ٢٠١٥، إلا أن قيمة المتغير  $X_2$  الذي يعد بمثابة هامش الإيمان بالنسبة للدائنين لم تتخفف كثيرا نتيجة إنخفاض التزامات الشركة أولا وقيام الشركة بزيادة رأسمالها ثانيا.

في حين يلاحظ إستقرار أسعار بيع أسهم الشركة العراقية للسجاد والمفروشات، وعلى الرغم من التذبذب البسيط بين عام وآخر، إلا أنها إستطاعت أن تحافظ على ثبات أسعارها حتى في ظل الازمة المالية والركود الإقتصادي الذي مر به البلد عام ٢٠١٤ و ٢٠١٥ والتي كان أحد أسبابها الهبوط المستمر في أسعار النفط عالميا، مما إنعكس بشكل إيجابي على قيم المتغير  $X_3$ .

في حين كانت أسهم شركة بغداد العراق للنقل العام والاستثمارات العقارية الأعلى سعرا من بين باقي شركات القطاع الخدمي المدروسة، إذ بلغ أعلى سعر لها ٧٦,٤١٠ دينار عام ٢٠١١، في حين كان أعلى سعر لأسهم مدينة العباب الكرخ السياحية ١٧,٢٥٠ دينار و ١٣,٢٥٠ دينار لأسهم شركة البادية، مما أدى الى إرتفاع القيمة السوقية لحقوق المساهمين وبالتالي إرتفاع قيمة المتغير  $X_4$ .

على الرغم من التذبذب البسيط في أسعار بيع أسهم الشركة في سوق العراق للأوراق المالية إلا أنها كانت مستقرة نسبيا طيلة أعوام الدراسة ماعدا الأنخفاض الحاصل عام ٢٠١٥ فبعد أن بلغ سعر السهم ٢ دينار عام ٢٠١٣ أنخفض الى ٠,٧٧٠ دينار عام ٢٠١٥، إلا أن نسبة القيمة السوقية لحقوق المساهمين كانت ونظرا لأنخفاض أجمالي التزامات الشركة كانت قيمة.

في حين بلغ سعر السهم الواحد لشركة الزوراء للإستثمار المالي في بداية فترة الدراسة ٠,٩٠٠ دينار ومن ثم أخذ بالإرتفاع التدريجي حتى أصبح يبلغ ١,٢٩٠ دينار نهاية عام ٢٠١٢ ومن أخذ بالإخفاض حتى بلغ ٠,٥٢٠ نهاية عام ٢٠١٥.

٣. إما من حيث الخسائر المتحققة يلاحظ عدم تعرض كل من شركة (المنصور للصناعات الدوائية، العراقية للسجاد والمفروشات، الشرق الأوسط لإنتاج وتسويق الاسماك، بغداد العراق للنقل العام والاستثمارات العقارية)، لإي خسائر مالية طويلة فترة الدراسة، يضاف الى ذلك وجود رصيد للعجز المتراكم والمدور من أعوام سابقة.

إما شركة بغداد للمشروبات الغازية فعلى الرغم من عدم تحقيق الشركة إي خسائر مالية طويلة فترة الدراسة، إلا إنه يلاحظ وجود رصيد للعجز المتراكم والمدور من سنوات سابقة كان يشكل ٦% من رأس مال الشركة في بداية مدة الدراسة عام ٢٠٠٩ وهي نسبة منخفضة وقد إستطاعت الشركة إطفاء بالكامل نهاية عام ٢٠١٣ من خلال الإحتياطات التي كان تحتجزها، كذلك هو الحال بالنسبة للشركة العراقية لإنتاج وتسويق المنتجات الزراعية.

مدينة العباب الكرخ السياحية والزوراء للإستثمار المالي كفاية الأرباح المتراكمة التي إحتفظت بها الشركة على مدى عمرها لمواجهة الخسارة التي تعرضت لها عام ٢٠١٥، ويظهر ذلك بوضوح من خلال المتغير  $X_2$ .

٤. أما من حيث مصادر التمويل فنلاحظ لجوء الشركة المنصور الى مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل من خلال بيع الأسهم خلال عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٣ لإغراض إعادة التأهيل والتطوير لمصانع الشركة. ونظرا لأعتماد الشركة على مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل فهنا ينبغي تشجيعها الى اللجوء الى الاقتراض أيضا بدلا من الإعتماد على بيع الاسهم فقط بهدف الإستفادة من الميزة الضريبية للفائدة المترتبة على تلك القروض.

كما يلاحظ أيضا إنخفاض المطلوبات المتداولة للشركة أغلب الاعوام عينة الدراسة مقارنة بإجمالي الموجودات المتداولة، ما عدا عام ٢٠١٢ إذ بلغت ١٢١٠ مليون دينار كان هذا الإرتفاع ناتجا عن حصول الشركة على قرض قصير الأجل بمبلغ ٥٥٠ مليون لغرض شراء مواد أولية لتنفيذ العقود المبرمة ضمن الخطة الإنتاجية للشركة.

عدم إعتماد كل من الشركة (العراقية للسجاد والمفروشات، العراقية لإنتاج وتسويق المنتجات الزراعية، الشرق الأوسط لإنتاج وتسويق الاسماك، مدينة العباب الكرخ السياحية، شركة الزوراء للإستثمار المالي على مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل سواء كان ذلك من خلال بيع الأسهم أو من خلال

الإقتراض واكتفاءها بالمصادر الداخلية والتمويل الإضافي قصير الأجل من خلال الدائنون والذي يلاحظ إنخفاض مبالغها مقارنة بإجمالي الموجودات المتداولة للشركة. إما شركة الأمين للتأمين فنلاحظ قيام الشركة بزيادة رأسمالها من خلال بيع الأسهم مرة واحدة طيلة فترة الدراسة كان ذلك عام ٢٠١١ بنسبة ٤٠% من رأس المال، يضاف الى ذلك إنخفاض التزامات الشركة قصيرة الأجل المتمثلة بالدائنون.

#### ❖ ثانياً: إختبار فرضيات البحث وتحليل النتائج

١. الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث: تعد الإحصاءات الوصفية طريقة جيدة لتطوير فهم قيم المتغيرات، فمن خلال تحليل الحد الأدنى والحد الأقصى والمتوسط وقيم المدى يمكن للباحث تحديد ما إذا كانت مجموعة البيانات تحتوي على قيم مفقودة أو قيم متطرفة والتي يمكن أن تؤدي الى التحيز في التحليل. إذ يتضح من الجدول (٩) اللاحق عدم وجود إي قيم مفقودة للشركات المشمولة بالعينة، في حين يظهر الانحراف المعياري وجود تشتت عالٍ لبيانات معدل النمو الفعلي للوحدات، كما نلاحظ وجود التواء موجب في توزيع قيم المتغيرات، أي اغلب قيم المتغيرات تكون أقل من المتوسط العام، وهذا دليل على عدم تماثل التوزيع وعدم توزيع القيم بشكل متساوٍ حول طرفي الوسط الحسابي، ويظهر أيضاً إن مدى توزيع قيم معدل النمو الفعلي للوحدات كان عالياً نسبياً مقارنة ببقية المتغيرات.

#### الجدول (٩)

#### الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Statistics				
		SGR	AGR	Z
N	Valid	٢٠	٢٠	٢٠
	Missing	٠	٠	٠
Mean		٧,٦٦	٧٤,٤٢	١١,٥٩
Std. Deviation		١٧,٠٦	١٧٧,٥٥	١٢,٢٠
Skewness		.٤٠	٢,٧٨	٢,٠٢
Std. Error of Skewness		.٥١	.٥١	.٥١
Range		٨٠,٢٣	٦٤٤,١٣	٥٠,٦٥
Minimum		-٢٨,٩٦	-٣٣,٥١	.٧٦

عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

Statistics			
	SGR	AGR	Z
Maximum	٥١,٢٧	٦١٠,٦٢	٥١,٤١

ويتضح تقسيم الشركات على مجموعتين أن متوسط قيم Z للمجموعة الثانية التي يكون فيها معدل النمو الفعلي لمبيعات الشركة أعلى من معدل النمو المستدام كانت أعلى من متوسط قيم Z للمجموعة الأولى.

### الجدول (١٠)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة بعد تقسيم العينة الى مجموعتين

		Group	Statistic
Z	High	Mean	٧,٥٢
		Std. Deviation	٩,٣٧
		Minimum	١,١٧
		Maximum	٢٧,٢٣
		Range	٢٦,٠٦
	Low	Mean	١٣,٧٨
		Std. Deviation	١٣,٢٩
		Minimum	.٧٦
		Maximum	٥١,٤١
		Range	٥٠,٦٥

٢. اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث: واحد من الخطوات الأساسية في التحليل الإحصائي هو التحقق من طبيعية البيانات لتحديد ما إذا كانت البيانات موزعة بشكل طبيعي، يعرض الجدول (١١) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمعدل النمو المستدام، ومعدل النمو الفعلي، وقيم Z. وتشير النتائج إلى أن قيم المعنوية الخاصة باختبار Kolmogorov-Smirnov كانت أقل من ٠,٠٥، وعليه لا تتوزع البيانات بشكل طبيعي.

### الجدول (١١)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

Tests of Normality			
	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>		
	Statistic	Df	Sig.
SGR	.٢٠٧	٢٠	.٠٢٤
AGR	.٤٢٧	٢٠	.٠٠٠٠
Z	.١٩٥	٢٠	.٠٤٤

وبما أن افتراض الحياة الطبيعية ينتهك، فإن البديل المقبول يتمثل في إستعمال الإختبارات اللامعلمية ومن أهمها إختبار Mann-Whitney.

الجدول (١٢)

نتائج إختبار Mann-Whitney

Test Statistics <sup>a</sup>	
	Z-Score
Mann-Whitney U	٣١,٠٠٠
Wilcoxon W	٥٩,٠٠٠
Z	-١,١٤٩
Asymp. Sig. (٢-tailed)	.٢٥١
Exact Sig. [٢*(١-tailed Sig.)]	.٢٧٥ <sup>b</sup>

بينت النتائج أن المجموعة العليا لم تكن مختلفة إحصائياً عن المجموعة الدنيا، أي أن احتمالية أن تعاني الشركات من ضائقة مالية لم تتغير عندما كان معدل النمو المستدام أعلى من معدل النمو الفعلي للمبيعات.

الجدول (١٣)

نتائج إختبار إرتباط سبيرمان لمتغيرات الدراسة

Correlations			

عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

		Z	SGR	
Spearman's rho	Z	Correlation Coefficient	١,٠٠٠	.٢١٤
		Sig. (٢-tailed)	.	.٣٦٦
		N	٢٠	٢٠

في حين يتضح من الجدول (١٣) وجود علاقة طردية ضعيفة جدا وليست ذات دلالة إحصائية ما بين المتغيرين Z & SGR، وعلية يمكن قبول الادعاء الذي ينص على عدم وجود علاقة بين المتغيرين. وبذلك تقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود تأثير معنوي لمعدل النمو المستدام على التنبؤ بالفشل المالي للوحدات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة البحث.

الجدول (١٤)

نتائج إختبار الإرتباط لسبيرمان بعد تقسيم العينة الى مجموعتين

Correlations					
		Z	SGR		
Spearman's rho	Z	Correlation Coefficient	١,٠٠٠	-.٠٤٤	
		Sig. (٢-tailed)	.	.٨٨٧	
		N	١٣	١٣	
Correlations					
		Z	SGR		
Spearman's rho	Z	Correlation Coefficient	١,٠٠٠	.٦٤٣	
		Sig. (٢-tailed)	.	.١١٩	
		N	٧	٧	

ونلاحظ أيضا من الجدول (١٤) وجود علاقة عكسية وطردية وليست ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين Z & SGR عند تقسيم العينة الى مجموعتين، وعلية يقبل الادعاء الذي ينص على عدم وجود علاقة معنوية بين المتغيرين بالنسبة للمجموعة العليا (الاولى) والمجموعة السفلى (الثانية).

المحور الرابع: الإستنتاجات والتوصيات

❖ أولاً: الإستنتاجات:

١. إن النمو عامل مهم لنجاح أي عمل، ومع ذلك يمكن أن يؤدي النمو السريع الى ضغوط مالية مفرطة على موارد الوحدة الاقتصادية، في حين يمكن للنمو البطيء أن يصور إنعدام القدرة التنافسية وقضايا الاستمرارية والبقاء.
٢. إن فهم معدل النمو المستدام يوفر نظرة خاطفة للوحدات فيما اذا كان من المرجح أن تواجه عسر مالي في المستقبل المنظور قد يقودها الى الفشل والإفلاس، إذ إن غالبية الوحدات التي فشلت ( مع بعض الإستثناءات هي تلك الوحدات التي نمت بسرعة كبيرة جدا، والسبب الرئيس لمشكلات هذه الوحدات هو أن إرباحها وتدفقاتها النقدية لم تتبع نمو مبيعاتها القوي.
٣. لما كانت نقطة التعادل تعني الحد الأدنى للمبيعات التي تحتاج إليها الوحدة من أجل البقاء والاستمرار في النشاط الذي تمارسه، فإن معدل النمو المستدام يمثل السقف (الحد الأعلى) لنمو المبيعات، الذي يمكن تحقيقه دون التأثير على النفوذ المالي للوحدات.
٤. من النتائج التي توصلنا إليها أن متوسط قيم Z للمجموعة الثانية التي يكون فيها معدل النمو الفعلي لمبيعات الوحدة أعلى من معدل النمو المستدام كانت أعلى من متوسط قيم Z للمجموعة الأولى.
٥. من النتائج التي توصلنا إليها أن من بين شركات المجموعه الأولى البالغة سبع شركات من المتوقع أربع منها أن تتعرض لحالة الفشل والإفلاس، ومن بين شركات المجموعة الثانية البالغة ثلاث عشرة شركة من المتوقع خمس منها أن يعاني من الفشل والإفلاس. اي أن ما يعادل ٤٥% من الوحدات المدروسة يمكن أن تعاني حالة الفشل والإفلاس.
٦. من النتائج التي توصلنا إليها على الرغم من ضعف العلاقة الإحصائية بين معدل النمو المستدام والفشل المالي للشركات أو إنعدامها، الى أن معدل النمو المستدام إستطاع أن يتنبأ بواقع ٥٠% من الوحدات المدروسة، منها ٤٥% بواقع فشل تسع شركات و ٥% بواقع نجاح شركة واحدة وهي الوحدة العراقية للسجاد والمفروشات لكونها كان تنمو بحدود معدل النمو المستدام لها.

#### ❖ ثانياً: التوصيات

بناء على ما توصلت إليه الباحثة من الإستنتاجات، أستطاعت تلخيص مجموعة من التوصيات، منها:

١. أن النجاح في تبني إستراتيجية النمو يستدعي من أي وحدة إقتصادية أن تسعى جاهدة لان تكون مرنة سريعة الاستجابة لأية تغيرات طارئة، وذلك عن طريق تبنيها منهاجاً إستراتيجياً مدروساً يدعم مركزها التنافسي، ويعزز قدرتها على الاستمرارية والنمو.



عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

٢. ينبغي على أصحاب الأعمال الصغيرة، والمتوسطة، والكبيرة على حد سواء حساب معدلات نموهم المستدام، واستخدامها لتحديد ما إذا كان لديهم ما يكفي من النقد لتلبية إحتياجات النمو.
٣. من الضروري أن تسعى الشركات الى إتخاذ قراراتها الاستثمارية، والتمويلية في إطار إستراتيجية مالية مدروسة تتوافق مع الإستراتيجية العامة للشركة، ومن ثم إتخاذ هذه القرارات في ضوء أثارها على إستراتيجية النمو المستهدفة.

**المصادر والمراجع:**

**المصادر العربية:**

❖ **الكتب:**

١. الشيخ، فهمي مصطفى (٢٠٠٨): التحليل المالي. رام الله\_ فلسطين، الطبعة الأولى.
٢. كافي، مصطفى يوسف (٢٠٠٩): بورصة الاوراق المالية. سوريا\_ دمشق، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع.

❖ **الرسائل والاطاريح:**

١. انجرو، إيمان (٢٠٠٧): التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الاقراض/ المصرف الصناعي السوري إنموذجاً. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في علوم المحاسبة، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد.
٢. بن طرية، سعاد (٢٠١١): إستخدام النسب المالية للتنبؤ بتعثر القروض المصرفية/ دراسة حالة في مديرية البنك الوطني الجزائري بورقلة ووكالاتها (ورقلة- تقرت) ٢٠٠٧-٢٠٠٩. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قصدي مرياح - ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
٣. الجميلي، أحمد صويلح طرخ (٢٠١٤): التحفظ المحاسبي وأثره على التنبؤ بالفشل المالي في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان/ دراسة تحليلية. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء.
٤. الدباس، حسان (٢٠١٤): العوامل المؤثرة في عملية اتخاذ القرار الائتماني في المصارف العاملة في سورية / حالة تطبيقية على المصارف الخاصة في سورية. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي، جامعة دمشق، كلية الإقتصاد.
٥. الربيعي، هشام عطا بعيوي عباس (٢٠٠٨): إستخدام بعض اساليب الكمية في التخطيط لقرارات العمليات (التنبؤ بالطلب والطاقة والتخطيط الإجمالي) / دراسة حالة في معمل المنتجات الطبية أحد مصانع الشركة



## عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا

مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات

المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

- العامة للصناعات القطنية. جزء من متطلبات الحصول على درجة الدبلوم العالي التقني في تقنيات العمليات، هيئة التعليم التقني، الكلية التقنية الادارية/ بغداد.
٦. سامي، لزعر محمد (٢٠١٠): التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي/دراسة حالة. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في في علوم التسيير تخصص الإدارة المالية، جامعة منتوري/ قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير.
٧. الشمري، محمد عباس نهود (٢٠١٥): أنموذج مقترح للتنبؤ بالتعثر المالي/ دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المختلطة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في علوم المحاسبة، الجامعة المستنصرية، كلية الادارة والاقتصاد.
٨. عبيد، فداء عدنان (٢٠٠٩): قياس مخاطر الائتمان المصرفي والإفصاح المحاسبي عن التعثر المالي في المصارف العراقية. جزء من متطلبات الحصول على درجة دكتوراه فلسفة في المحاسبة، جامعة بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد.
٩. الغزالي، رامي حسن (٢٠١٥): دور تطبيق قواعد حوكمة الشركات في منع حدوث التعثر المالي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين/ دراسة تحليلية. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية- غزة، كلية التجارة.
١٠. الغصين، هلا بسام عبد الله (٢٠٠٤): استخدام النسب المالية للتنبؤ بتعثر الشركات/ دراسة تطبيقية على قطاع المقاولات في قطاع غزة. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الاعمال، الجامعة الإسلامية- غزة، كلية التجارة.
١١. فاتح، لقوقي (٢٠١٤): جودة نماذج السلاسل الزمنية الموسمية المختلطة SARIMA في التنبؤ بالمبيعات/ دراسة حالة مؤسسة مطاحن جديع بتقوت. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد خضير- بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير .

### ❖ الدراسات، البحوث والدوريات:

١. جبل، علاء الدين و قطيني، خالد و خياطة، كندة محمد نوري (٢٠٠٩) : دور المعرفة المحاسبية في التنبؤ بالفشل المالي للشركات/ دراسة تطبيقية على شركات الغزل والنسيج التابعة للقطاع العام في سورية. تنمية الرافدين، المجلد ٣١، العدد ٩٥، ص ٢٩٧-٣١٧.



## عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا

مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/ بحث تطبيقي لعينة من الوحدات

المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

٢. حليحل، جلييلة عيدان وكريم، حسين صالح (٢٠١٦): دور إجراءات المدقق الخارجي في بيان قدرة الشركات على الاستمرارية / بحث تطبيقي في ديوان الرقابة المالية الاتحادي. مجلة المحاسب، المجلد ٢٣، العدد ٤٥، ص ١٣٦-١٦٢.
٣. الحليوي، الخموسي أحمد وأحمد، أحمد الشريف (٢٠١٥): مدى أهمية النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية للتنبؤ بالفشل المالي في الشركات الصناعية العامة في ليبيا. مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية، المجلد ١٥، العدد ١، ص ١٧٧-١٨٨.
٤. خلف، ربيع وفاضل، عادل منصور (٢٠١٦): أثر تطبيق حوكمة الشركات على كفاءة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية/ دراسة على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد ٤٧، ص ٥١-٨٠.
٥. رمو، وحيد محمود والوتار، سيف عبد الرزاق محمد (٢٠١٠): إستخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بفشل الشركات المساهمة الصناعية / دراسة على عينة من الشركات المساهمة الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. تنمية الرافدين، المجلد ٣٢، العدد ١٠٠، ص ٩-٢٩.
٦. هناء، بوصبع (٢٠١٦): عوامل نمو الشركات الصناعية الخاصة الجزائرية / دراسة تطبيقية باستخدام نموذج Higgins. مجلة الاستراتيجية والتنمية، العدد ١٠، ص ١٢٩-١٦٥.

### المصادر الاجنبية:

#### ❖ Books :

١. Altman, Edward I. & Hotchkiss, Edith (٢٠٠٦): Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt. ٣<sup>rd</sup> Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
٢. Bibeault, Donald B. (١٩٩٩): Corporate Turnaround: How Managers Turn Losers Into Winners! ١<sup>st</sup> Edition, Beard Books, Washington D.C., New York.
٣. Glantz, Morton & Mun, Johnathan (٢٠١١): Credit Engineering for Bankers: A Practical Guide for Bank Lending. ٢<sup>nd</sup> Edition.
٤. Glantz, Morton (٢٠٠٣): Managing Bank Risk: An Introduction to Broad-base Credit Engineering. ١<sup>st</sup> Edition.
٥. Ross, Stephen A. Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey (٢٠١٠): Corporate Finance. ٩<sup>th</sup> Edition, the McGraw-Hill, N.Y.
٦. Shim, Jae K. & Siegel, Joel G. (٢٠٠٥): The Vest Pocket CFO. ٢<sup>nd</sup> Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.



عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

٧. Shim, Jae K. & Siegel, Joel G. (٢٠٠٨): The Vest Pocket CFO. ٣<sup>rd</sup> Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
٨. Van Horne, James C. & Wachowicz, John M. (٢٠٠٨): Fundamentals of Financial Management. ١٣<sup>th</sup> Edition, the Prentice Hall.
٩. Viallet, Claude & Hawawini, Gabriel (٢٠١١): Finance for Executives: Managing for Value Creation. ٤<sup>th</sup> Edition, South-Western.

❖ **Thesis :**

١. Cakir, M. Umut (٢٠٠٣): Financial Growth of the Turkish Defense Industry: An Explanatory Analysis. Requirements for the degree of master of Business Administration, The Institute of Economics and Social Sciences of Bilkent University.
٢. Onyiri, Sunny (٢٠١٤): Predicting Financial Distress using Altman's Z-score and the sustainable Growth Rate. Requirements for the degree of Doctor of Business Administration in Advanced Accounting, School of and Business Technology, Partial.

❖ **Periodicals & Journals :**

١. Agostini, Marisa (٢٠١٣): Two common steps firm's failing path. Risk governance & control: financial markets & institutions, Vol. ٣, No. ١, P. ١٠٨-١٢١.
٢. Alayemi, S.A. & Akintoye, R.A. (٢٠١٥): Strategic Management of Growth in Manufacturing Companies in Sub-Saharan Africa: A Case Study of Nigeria. British Journal of Economics, Management & Trade, Vol. ٦, No. ٢, P.١٥١-١٦٠.
٣. Babela, Islam S.T. & Mohammed, Renas I. (٢٠١٦): Business Failure Prediction using Sherrod and Kida Models: Evidence from Banks Listed on Iraqi Stock Exchange (٢٠١١ - ٢٠١٤). Humanities Journal of University of Zakho (HJUOZ) Vol. ٤, No. ٢, P.٣٥-٤٧.
٤. Bivona, Enzo (٢٠٠٠): How to define a profitable and sustainable growth policy in a changing market? A case study: a small publishing company. Proceedings of the ١٨<sup>th</sup> International System Dynamics Conference, Bergen, Norway, ٦-١٠ August, P.١-٢٠.
٥. Churchill, N.C. & Mullins, J.W. (٢٠٠١): How fast can your company afford to grow? Harvard Business Review, ٧٩ (٥), P.١٣٥-١٤٣.
٦. Constantin, Alin (٢٠١٥): Cash-Flow Sustainable Growth Rate Models. Journal of Public Administration, Finance and Law, Issue ٧, P.٦٢-٧٠.



عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

٧. Crutzen, N. & Van Cailie, D. (٢٠٠٧): The Prevention of business failure/ a state of art. P.١-٢٨.  
<https://orbi.ulg.ac.be/bitstream/2268/30309/1/NC%20-%20Accounting%20history%20-%20Oct%2007.pdf>
٨. De Wet, J.H. (٢٠٠٤): Growth in sales and value creation in terms of the financial strategy matrix. Chapter ٦. University of Pretoria etd.
٩. Fonseka, M.m. & Ramos, Constantino & Tian, Gao-liang (٢٠١٢): The Most Appropriate Sustainable Growth Rate Model for Managers and Researchers. The Journal of Applied Business Research-May/June, Vol. ٢٨, No.٣, P.٤٨١-٥٠٠.
١٠. Guoli, Yang & Shujun, Yang (٢٠١١): The Comparative Analysis of Sustainable Growth Pattern. M & D Forum, P.٨٦-٩٠
١١. Hayes, Suzanne K. & Hodge, Kay A. & Hughes, Larry W. (٢٠١٠): A Study of the Efficacy of Altman's Z to Predict Bankruptcy of Specialty Retail Firms Doing Business in Contemporary Times. Economics & Business Journal: Inquiries & Perspectives, Vol. ٣, No. ١, P. ١٢٢-١٣٤
١٢. Kpodoh, Bright (٢٠٠٩): Bankruptcy and Financial Distress Prediction in the Mobile Telecom Industry/ The case of MTN-Ghana, Millicom-Ghana and Ghana Telecom. Requirements for the degree of master of Business Administration, School of Management, Blekinge Institute of Technology.
١٣. Mbat, David O. & Eyo, I. (٢٠١٣): Corporate Failure: Causes and Remedies. Business and Management Research, Vol. ٢, No. ٤, P. ١٩-٢٤
١٤. Momčilović, M. & Begović, S.V. & Tomašević, S. & Ercegovac, D. (٢٠١٥): Sustainable Growth Rate: Evidence from Agricultural and Food Enterprises. Management\_ Journal for theory and practice of management, P.٦٣-٧٥.
١٥. Nagamani M. & Priyadharshini, T. (٢٠١٦): A study on sustainable growth rate of selected pharmaceutical companies in India. International Journal of Commerce and Management Research, Vol. ٧, No. ٢, P.٤٤-٤٦.
١٦. Raisch, S. & Von Krogh, G. (٢٠٠٧): Navigating a path to smart growth. MIT Sloan Management Review, Vol. ٤٨, No.٣, P.٦٥-٧٢.
١٧. Shilpa, N.C. & Amulya, M. (٢٠١٧): Corporate Financial Distress: Analysis of Indian Automobile Industry. sdmimd Journal of Management, Vol. ٨, No. ١, P. ٤٧-٥٤.
١٨. Subačienė, Rasa & Villis, Liuda (٢٠١٠): A System of Analysis of the Total liabilities to Total assets Ratio. Ekonomika, Vol. ٨٩, No. ٢, P. ١٢٠-١٢٩.



عدد خاص بالمؤتمر الوطني الثالث لـ ٢٠١٨ سنة لطلبة الدراسات العليا  
مدى إمكانية مساهمة معدل النمو المستدام في التنبؤ بالفشل المالي للوحدات/ بحث تطبيقي لعينة من الوحدات  
المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي (٢٠٠٩-٢٠١٥)

١٩. Thim, Chan K. & Choong, Yap V. & Nee, Chai S. (٢٠١١): Factors Affecting Financial Distress/ Case of Malaysian Public Listed Firms. Corporate Ownership & Control, Vol. ٨, No. ٤, P.٣٤٥-٣٥١.

❖ **Internet :**

١. <http://www.abahe.co.uk/b/international-marketing/international-marketing-٠٩٥.pdf>
٢. <https://www.investopedia.com/terms/s/shareholderequityratio.asp>