

كفاءة تشغيل الموجودات وأثرها في استدامة نمو ثروة المساهمين

دراسة تطبيقية تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

Asset Utilization Efficiency and its effect on the sustainable Stockholder's Wealth

Apply Study of Iraqi Companies listed on the Iraqi Stock Exchange

arshed@buc.edu.om

كلية البريمي الجامعية / سلطنة عمان

أ.د ارشد فؤاد التميمي

Jabar.Sahan@yahoo.com

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي - العراق

المدرس جبار صحن عيسى

المستخلص:

تناول البحث قضية في غاية الاهمية في مالية الشركات المساهمة العراقية وهي كفاءة تشغيل الموجودات وأثرها في استدامة نمو ثروة المساهمين في ظل الظروف الحالية والمضطربة للاقتصاد العراقي. تم اعتماد متغير معدل النمو الداخلي مؤشرا لكفاءة تشغيل الموجودات كمتغير مستقل ومعدل النمو المستديم كمتغير معتمد دال على ثروة المساهمين. وعلى وفق فرضية رئيسة مفادها (لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية معنوية لمعدل النمو الداخلي في معدل النمو المستديم) تم اختبارها في عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية اختيرت على وفق شروط محددة اهمها انها مريحة خلال فترة الدراسة (٢٠١١-٢٠١٦) قيد الفحص والتحليل. اضافة الى فرضيتين فرعية الغرض منها فحص وتحليل مكونات أثر المتغير المستقل بالمتغير المعتمد. اظهرت نتائج اختبار الانحدار البسيط والمتعدد لفرضية البحث ان معدل النمو الداخلي له أثر معنوي ذو دلالة احصائية في معدل النمو المستديم للشركات قيد الفحص والتحليل، وان معدل دوران الموجودات له دور حيوي في ضبط فجوة انحراف معدل النمو الداخلي عن معدل النمو المستديم وعلى وفق النسب المستهدفة من قبل الشركة. توصيات البحث اكدت بضرورة الافصاح عن معدل النمو الداخلي ومعدل النمو المستديم ضمن التقارير المالية السنوية التي تصدرها الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، لترشد المستثمرين في صياغة قراراتهم الاستثمارية.

الكلمات المفتاحية: - معدل النمو الداخلي، معدل النمو المستديم، سوق العراق للأوراق المالية.

Abstract:

The research discusses one of the most critical issues of corporate finance which is related to asset utilization efficiency. Researchers used internal growth rate as independent variable (Proxy of asset utilization efficiency) and sustainable growth rate-dependent variable (proxy of stockholders wealth). According to these two variables, researchers formulate major hypotheses (There is no significant effect of internal growth rate on sustainable growth rate), as well as two sub-hypotheses, examine the components of major variables. Sample of Iraqi industrial companies which listed in the Iraqi stock exchange selected to test and examine main hypotheses. Result of simple and multiple regressions explain there is a significant effect of internal growth rate on the sustainable growth rate. Other things are fixed; the study concludes that this impact means that the wealth of stockholders will be sustains depend on asset utilization efficiency level. Therefore, although the current conditions of Iraqi economy, the Iraqi companies (research sample) tried to utilize their available asset to keep sustainable owners wealth. The researchers recommended the listed of Iraqi companies in the stock exchange discloser in their financial statements the internal growth rate and sustainable growth rate to help and guide investors while they formulate investment decisions.

Keyword: Internal growth rate (IGR), Sustainable growth rate (SGR), Iraqi Stock Exchange (ISE).

١ - المقدمة:

تعد قضية كفاءة تشغيل الموجودات المدرة للدخل ركنا اساسيا في مالية الشركات المساهمة، نظرا لتأثيرها المباشرة في استمرارية الشركة وضمن استدامة النمو. لذلك ان عملية التخطيط الجيد لتشغيل تلك الموجودات والرقابة الفاعلة عليها هي الاخرى قضية في غاية الاهمية لعلاقتها بنمو ثروة المساهمين ودورها بالتخفيف من المخاطر التشغيلية التي قد تعيق استمرارية اعمال الشركة وتوسعها. لذلك فان واحدة من المؤشرات المهمة في مالية الشركات المساهمة هو في كيفية توليد النمو الداخلي لأعمال الشركة وتحقيق التوظيف الافضل للموجودات المتاحة للتشغيل وحشد موارد التمويل الداخلية بهدف استدامة نمو ثروة المساهمين.

ان الركن الاساسي في تعظيم معدل النمو الداخلي واستدامة نمو ثروة المساهمين هو نسبة الارباح المحتجزة والتي تتراكم سنويا ضمن حقوق المساهمين. كون عملية احتجاز الارباح تمثل المصدر الاكثر اهمية لكثير من الشركات في تمويل الفرص الاستثمارية بدلا من اللجوء الى الاصدارات الجديدة لأدوات الملكية (الاسهم العادية)، وأدوات الدين (القروض)، لاسيما في ظل الظروف الاقتصادية والمالية المتشددة والمضطربة والتي تحول دون حصول الشركات على التمويل الكافي لاستثماراتها من جانب، ومحاولة تجنب الكلف المرتفعة ومخاطر التمويل الخارجي من جانب اخر، وكما هو الحال في ظل الظروف الراهنة للاقتصاد العراقي وما تعانيه الشركات بشكل عام والشركات الصناعية بشكل خاص من ضعف مصادر التمويل وشحتها في سوق المال، وهي وان توفرت فان تكلفة الحصول عليها عالية ولا تتناسب ومعدلات النمو المستهدفة.

ونظرا لأهمية تشغيل الموجودات في الشركات العراقية في المرحلة الراهنة ونتيجة للظروف البيئية المحيطة بهذه الشركات وبسوق العراق للأوراق المالية بوصفه الراعي والداعم لعملية تنمية وجذب الاستثمار، فان البحث يحاول ان يلقي ببقائه الاتية على اهمية هذا الموضوع عبر مؤشري معدل النمو الداخلي ومعدل النمو المستديم وليسترشد بهما المعنيين بشؤون أسواق المال والاعمال لتقييم قدرة ادارة الشركات العراقية المساهمة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية على التشغيل الكفوء لموجودات الشركة.

١-١ - مشكلة البحث واهميتها

يواجه مدراء الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بشكل عام وشركات القطاع الصناعي بشكل خاص تحديا كبيرا في تحقيق التشغيل الكفوء لموجوداتها واستدامة نمو ثروة المساهمين، نظرا للظروف المتشددة والمضطربة التي يمر بها الاقتصاد العراقي. فضلا عن المتغيرات البيئية الاخرى التي تحول دون تحقيق صفة الاستمرارية في أنشطة الشركات العراقية وبلوغ النمو المستهدف. وفي ضوء طبيعة ومعالم هذه المشكلة وأهمية الموضوع في المرحلة الراهنة وما يعانيه الاقتصاد العراقي من مشاكل تنظيمية وتشريعية انعكست على مقدرة الشركات العراقية بشكل عام والصناعية بشكل خاص بضمان التشغيل الكفوء للموجودات وتحقيق النمو المستهدف لثروة المساهمين، يحاول البحث الحالي استكشاف الحلول المناسبة من خلال الإجابة على التساؤلات الاتية: -

أ. هل الشركات العراقية الصناعية في ظل الظروف الراهنة للاقتصاد العراقي قادرة على تشغيل موجوداتها بكفاءة لضمان تحقيق معدل النمو الداخلي.

ب. هل الشركات العراقية الصناعية في ظل الظروف الراهنة للاقتصاد العراقي قادرة على استدامة نمو ثروة المساهمين في ظل معدل النمو الداخلي المتحقق.

ج. هل لمكونات معدل النمو الداخلي ومعدل النمو المستديم دورا في تفسير فجوة النمو.

١-٢ - فرضيات البحث

تم صياغة الفرضية الرئيسية الاتية (لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية معنوية لمعدل النمو الداخلي في معدل النمو المستديم لثروة المساهمين وللشركات عينة البحث).

والفرضيات الفرعية على وفق الاتي: -

أ. لا توجد علاقة معنوية بين معدل النمو الداخلي ومعدل دوران الموجودات بنسبة هامش صافي الربح وللشركات عينة البحث.

ب. لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية معنوية لبعض خصائص الشركة في قيمة فجوة النمو (انحراف النمو الداخلي عن النمو المستديم) وللشركات عينة البحث.

١-٣ - اهداف البحث

أ. استكشاف اهمية كل من معدل النمو الداخلي ومعدل النمو المستديم بوصفهما مؤشرات لقياس كفاءة تشغيل الموجودات واستدامة نمو ثروة المساهمين.

ب. توضيح القدرة التفسيرية لمعدل النمو الداخلي وبعض مؤشرات الخصائص المالية للشركة في معدل النمو المستديم
ثروة المساهمين.

١-٤- مجتمع البحث وعينته

تمثل مجتمع البحث بالشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. وقد اختير هذا القطاع كون ان الصناعة تمثل ركنا اساسيا في الاقتصاد الوطني وبوصفه قطاعا منتجا للثروة يساهم في تعظيم ملكية الموارد الاقتصادية النادرة وعلى وجه التحديد راس المال والسلع الرأسمالية الاخرى. وعلى هذا الاساس تم سحب عينة عمدية وبواقع (٦) شركة صناعية (الجدول رقم ١-١) شكلت نسبة ٢٤ % تقريبا من مجتمع البحث الذي بلغ (٢٥) شركة صناعية لغاية نهاية ٢٠١٦. والتي توافرت فيها الشروط الآتية خلال المدة قيد الدراسة والتحليل (٢٠١٦-٢٠١١):-

- أ. ان تكون الشركة مربحة خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠١١) وهي الفترة المعتمدة للتحليل لضمان احتساب معدل النمو الداخلي والمستديم.
ب. اتاحة البيانات والقوائم المالية للشركات خلال فترة التحليل والمنشورة على الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية.
ج. لم تجري اية عملية اندماج للشركات خلال فترة التحليل لضمان عدم تحيز البيانات او تضخيمها.

جدول رقم (١-١)

بعض البيانات عن الشركات عينة البحث

اسم الشركة	نوع المساهمة	تاريخ التأسيس	رأس المال (مليون دينار عراقي)
الصناعات الكيماوية العصرية	خاصة	19/6/1946	180
المنصور للصناعات الدوائية	خاصة	19/4/1989	6469
الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية	مختلطة	10/1/1990	5940
العراقية للسجاد والمفروشات	خاصة	2/10/1989	500
العراقية للإعمال الهندسية	مختلطة	1/10/1985	15000
بغداد للمشروبات الغازية	خاصة	18/7/1989	133000

١-٥- محددات البحث

واحدة من اهم المحددات التي واجهت البحث هو قلة عدد الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والتي تليي الشروط الخاصة باختيار العينة، وعلى وجه الخصوص الشرط المتعلق بربحية الشركة. اذ غالبية الشركات لم تحقق سلسلة متصلة من الارباح وخلال مدة البحث. هذا بجانب الصعوبات المتعلقة بالوصول الى بعض البيانات ذات الصلة بمتغيرات البحث والمنشورة على الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية. ولتجاوز هذه الصعوبات تطلب البحث عن البيانات في الوثائق الرسمية على مستوى كل شركة من شركات العينة لضمان الحيادية وتجنب تحيز البيانات.

١-٦- مصادر جمع البيانات والاساليب الاحصائية المعتمدة في تحليلها واختبار فرضيات البحث

بهدف إغناء الجوانب المعرفية للدراسة فقد تم الاعتماد على المتاح من الكتب والدوريات والرسائل الجامعية والأبحاث والمقالات، باللغتين العربية والانكليزية، كما اعتمد في جمع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة على القوائم المالية السنوية للشركات الممثلة لعينة البحث للمدة (٢٠١١-٢٠١٦)، والمنشورة على الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية. وقد اعتمد البحث في تحليل الفرضية الاولى على المتوسط الهندسي لمعدل النمو الداخلي والمستديم للبيانات وعلى اساسها تمت المقارنات للاستدلال على التساؤل الاول والثاني. في حين تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وعلى وفق مخرجات برنامج SPSS لاختبار فرضيات البحث.

١-٧- التعريفات الاجرائية لمتغيرات البحث الرئيسية والفرعية

اولا- المتغيرات المستقلة الرئيسية والفرعية

أ- معدل النمو الداخلي (IGR) Internal Growth Rate متغير رئيسي

لأغراض البحث سوف يعتمد هذا المعدل كمؤشر لتقييم كفاءة تشغيل الموجودات وهذا المعدل يمثل اقصى معدل نمو يمكن تحقيقه لموجودات الشركة بالاعتماد على التمويل الداخلي (الارباح المحتجزة) وبدون اللجوء الى التمويل الخارجي اصدار أسهم اضافية او ادوات

(دين). ويحسب معدل النمو الداخلي على وفق الصيغة الاتية (Moeinfar and Mousavi, 2011, 250): -

$$internal\ Growth\ Rate = \frac{ROA \times b}{1 - (ROA \times b)} \dots \dots \dots (1)$$

أذ ان ROA يمثل معدل العائد على الموجودات، b نسبة الارياح المحتجزة

ب- المتغيرات المستقلة الفرعية وتتمثل بالمؤشرات الدالة على بعض الخصائص المالية للشركات عينة البحث (هامش صافي الربح، دوران اجمالي الموجودات ومضاعف الرافعة المالية). ومبرر تسمية هذه المؤشرات المالية بالفرعية كونها تمثل مدخلات رئيسة في حساب كل من معدل العائد على الموجودات ومعدل العائد على حق الملكية والاخيرة هي مدخلات رئيسة لحساب معدل النمو الداخلي ومعدل النمو المستديم وعلى التوالي. والقصد العلمي من وراء استعمالها هو التحقق من المقدرة التفسيرية لها عند تحليل معدل النمو الداخلي ومعدل النمو المستديم من جانب، ومدى ملائمة نموذج الانحدار الخطي لعلاقتها واثرها بكل منهما. وسوف يتم تناول هذه المتغيرات وطرق حسابها في الجانب النظري بالتفصيل لأهميتها في فحص فرضيات البحث من جانب وتجنب تكرار عرضها من جانب اخر.

ثانياً- المتغير المعتمد

معدل النمو المستديم Sustainable Growth Rate (SGR)

وهو يمثل اقصى معدل نمو يمكن للشركة بلوغه نتيجة التوسع بمبيعاتها دون التضحية بمواردها المالية او استنفادها (Hartono and Utami, 2017, 69). ولأغراض البحث سوف تعتمد المعادلة الاتية لحساب هذا المعدل (Ross et. Al., 2010, 105): -

$$Sustainable\ Growth\ Rate = \frac{ROE \times b}{1 - (ROE \times b)} \dots \dots \dots (2)$$

أذ ان ROE يمثل معدل العائد على حق الملكية

١-٨- الدراسات السابقة وموقع البحث الحالي

تعد الدراسات السابقة احد اهم مرتكزات بلورة فكرة البحث، وهي تمثل دعامة لإسناد الاطار المعرفي لفكرة البحث ومتغيراته، هذا بجانب الاستفادة من النماذج المقترحة من قبل الباحثين والخاصة بالمتغيرات قيد الدراسة والفحص. كما انها تساعد الباحثين بالتحقق من مدى اقتراب او ابتعاد نتائج البحث من نتائج تلك الدراسات في ظل اختلاف بيئة الفحص والاختبار. ومن خلال البحث والتقصي للدوريات والمجلات وجد ان هناك العديد من الدراسات تناولت بشكل مباشر او غير مباشر الموضوعات المتعلقة بالنمو المستديم لثروة المساهمين. لذلك فان فكرة البحث الحالية جاءت مكملة لسابقتها من الدراسات ولكن في خصوصية اختلفت في محتواها وفي بيئة الفحص والاختبار ممثلة بالبيئة الاقتصادية العراقية والتي تعاني من ظواهر غير منتظمة وغير مستقرة تحول من قدرة ادارة الشركات على بلوغ النمو المستهدف مما شكلت حافزا لاختبار فكرة البحث. وعليه سوف يتم تناول بعض الدراسات التي اجريت بهذا الخصوص وعلى وفق الاتي:-

دراسة Lockwood and Prombutr (٢٠١٠) بعنوان

Sustainable Growth and Stock Return

استهدفت الدراسة (معدل النمو وعوائد السهم) فحص العلاقة بين النمو المستديم المحسوب على اساس نمو القيمة الدفترية لحق الملكية وعوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة نيويورك والبورصة الامريكية وسوق نازداك وللفترة ١٩٦٤-٢٠٠٧. اشارت نتائج الدراسة الى ان الشركات ذات النمو المستديم العالي تحتفظ بمستويات منخفضة لكل من المخاطرة ونسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية وعائد السهم. ووجدت الدراسة الى ان هامش صافي الربح هو المحدد الرئيسي لعوائد الاسهم. الدراسة اعتمدت اسلوب تكوين المحافظ على اساس النمو المستديم ونسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية في تفسير العلاقة بين النمو المستديم وعوائد الاسهم. اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة هو ان الشركات التي لها قوة احتكارية عالية في الاسواق عادة يكون لها هامش صافي ربح مرتفع، ومخاطره ومعدل عائد مطلوب منخفض.

دراسة: (Nasrollah, Moeinfar and Mousavi, 2011) بعنوان

Sustainable Growth Rate and Firm Performance

استهدفت الدراسة بعنوانها (معدل النمو المستديم واداء الشركة) تحليل العلاقة بين معدل النمو المستديم وبعض مؤشرات الربحية والسيولة والتي تستخدم لتفسير الاداء المالي للشركة وعلى عينة من الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية والتي بلغت (٥٤) شركة. ونتائج تحليل الارتباط والانحدار اشارت الى ان قيمة انحراف معدل النمو الداخلي عن معدل النمو المستديم يربط بعلاقة قوية مع كل من معدل العائد على الموجودات ومضاعف القيمة الدفترية للسهم. وعدم وجود علاقة لهذا الانحراف بسيولة الشركة (نسبة السيولة السريعة ونسبة التداول). وغطت نتائج الدراسة فترة زمنية امدها أربع سنوات امتد من عام ٢٠٠٦ الى ٢٠٠٩.

دراسة Fonseca, Ramos and Tian (٢٠١٢) بعنوان

The Most Appropriate Sustainable Growth Rate Model for Manager and Researchers

استهدف الدراسة (نموذج معدل النمو المستديم الاكثر تناسبا للمدراء والباحثين) فحص الفروقات المعنوية للنمو المستديم المحسوب على وفق نموذج Higgin ونموذج Vanhorn وكذلك فحص العلاقة بين النمو المستديم وبعض الخصائص المالية للشركة (معدل العائد على حق الملكية، الرافعة المالية، كفاية النقد المحتفظ به، اجمالي الموجودات، دوران الموجودات والتدفق النقدي الحر، العجز المالي، كفاءة راس المال العامل) ولعينة من الشركات غير الامريكية المدرجة في سوق امريكا للاسهم والتي بلغت ١٥٣٧٧ شركة ضمن افتراضين رئيسية عدم اصدار اسهم جديدة والحفاظ على نسبة احتجاز للأرباح والهيكلة المستهدف لراس المال. فترة الدراسة امتدت من ٢٠٠٠ الى ٢٠٠٨ قسمت الى ثلاث فترات زمنية مدة كل منهما ثلاث سنوات. نتائج اختبار اشارت الى تفوق نموذج Higgin وان النمو المستديم أكثر تأثراً بالخصائص المالية مقارنة بنموذج Vanhorn. ومع ذلك فان الشركة التي تستخدم رافعة مالية اعلى تحقق نموا مستديما اعلى بثروة المساهمين على وفق نموذج Vanhorn مقارنة بنموذج Higgin. على الرغم من ميل نتائج الدراسة نحو نموذج Higgin الا ان الباحثون أكدوا على ان النموذجين مناسبين لكل من المدراء والباحثين عند حساب معدل النمو المستديم.

دراسة Kouser, Bano, Azeem and Hassan (٢٠١٢) بعنوان

Inter-Relationship between Profitability, Growth and Size

سعت الدراسة بعنوانها (العلاقة المتداخلة بين الربحية والنمو وحجم الشركة) الى تحليل معمق للعلاقة بين الربحية والنمو والحجم لعينة من (٧٠) شركة غير مالية من الشركات المدرجة في بورصة كراتشي للأسهم في باكستان وللمدة (٢٠١٠-٢٠١١). وقد استنتجت الدراسة الى ان هناك علاقة قوية وموجبة بين الربحية (معدل العائد على الموجودات وعلى حق الملكية ومعدل النمو المستديم المحسوب على اساس النموذج البسيط (نسبة الاحتجاز \times معدل العائد على حق الملكية). اما بالنسبة لحجم الشركة فان له أثر عكسي على الربحية والنمو. وهذا يعن عندما يكون حجم الشركة صغير فأنها تنمو بمعدل أسرع من الشركات الكبيرة الحجم.

دراسة: Rahim and Saad (2014) بعنوان:

" Sustainable Growth of Public Listed Companies (PLC) in an Asian Market "

استهدفت الدراسة بعنوانها (النمو المستديم في إطار خيارات هيكل راس المال واداء الشركة في اسواق اسيا) لفحص العلاقة بين معدل النمو المستديم المحسوب على وفق نموذج Higgin 1977 وبعض مؤشرات الاداء منها معدل العائد على الموجودات ومعدل العائد على راس المال المستثمر ونسبة الرافعة المالية. عينة الدراسة شملت ٢٢٩ شركة مدرجة في بورصة سنغافورة وماليزيا وتايلاند وإندونيسيا وللفترة ٢٠٠١-٢٠١٢. استعملت الدراسة تقنية الانحدار الخطي وتحليل ANOVA في اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة ومعدل النمو المستديم. وشارت نتائج الاختبار الى ان معدل النمو المستديم يرتبط بعلاقة موجبة قوية مع معدل العائد على الموجودات وعكسية مع الرافعة المالية وفي كل البلدان قيد الفحص والتحليل.

دراسة: (Momčilović et.al, 2015) بعنوان

" Sustainable Growth Rate: Evidence from Agricultural and Food Enterprise "

استهدفت الدراسة بعنوانها (ادلة على معدل النمو المستديم في شركات القطاع الزراعي والاعذية في صربيا) تحليل معدل النمو المستديم في عينة من شركات القطاع الزراعي والاعذية والمدرجة في بورصة بلغراد للأوراق المالية في صربيا خلال فترة (٢٠١١-٢٠١٢) وشملت العينة (٣٠) شركة زراعية و(٣٠) شركة للأغذية للتحقق من قدرتها على بلوغ النمو المستديم. فرضية الدراسة تركزت على اختبار الفروق

الاحصائية لمعدل النمو المستديم في القطاعين ووضحت النتائج باختبار t-test الى عدم وجود فروقات معنوية ذات دلالة احصائية لمعدل النمو المستديم في القطاعين. وخلصت الدراسة الى ان معدل النمو المستديم يعد من الادوات الرقابية لمتابعة اداء الشركات والتحقق من قدرتها على استدامة النمو.

دراسة Hartono and Utami (٢٠١٦)

The comparison of Sustainable Growth Rate, Firm Performance and Value

سعت الدراسة بعنوانها (مقارنة معدل النمو المستديم، اداء الشركة والقيمة) الى فحص مدى تاثر معدل النمو المستديم بكل من السيولة (نسبة التداول) والربحية (معدل العائد على الموجودات) وقيمة الشركة (نسبة السعر الى ربحية السهم الواحد) لعينة من الشركات المدرجة في سوق الاسهم في إندونيسيا وللمدة ٢٠١٠-٢٠١٣ وعلى ضوء مؤشري Sri Kehti Index and IDX30 Index. نتائج اختبار الانحدار للشركات المدرجة ضمن المؤشرين اوضحت الى ان هناك تأثير معنوي موجب للمتغيرات السيولة والربحية وعكسي معنوي لنسبة السعر الى ربحية السهم الواحد على معدل النمو المستديم، ولكن بالمتوسط اشار اختبار t-test الى وجود فروقات معنوية لمعدل النمو المستديم بين المؤشرين ولصالح الشركات المدرجة ضمن Sri Kehti Index.

دراسة جبر وحسن (٢٠١٦) بعنوان (تحليل الأرباح المتوقعة بإطار العلاقة بين النمو الفعلي والنمو المستدام) Analysis the expected Profit by the Relation between Sustainable Growth and Actual Growth

يهدف البحث الى تحليل الأرباح المستقبلية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وذلك من خلال تحليل العلاقة بين النمو الفعلي والنمو المستدام وقد طبقت الدراسة على عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من (٢٠١٠-٢٠١٤)، وقد استخدم معدل النمو الداخلي كمقياس معدل العائد الفعلي اما النمو المستدام فقد تم قياسه بموجز نموذج Rose ، وقد توصل البحث الى مجموعة من الاستنتاجات كان اهمها، تبين ان الاستثمار في مبالغ المستثمرين قد حققت عائد كبير مما يدل على كفاءة المصرف في توليد الأرباح من كل وحدة من حقوق المساهمين. ومن تحليل معدل العائد على حق الملكية تبين وجود رؤية واضحة للمستثمر في الأسهم للمقارنة بين المصارف وذلك من خلال ارتفاع هذا المؤشر للمصارف عينة البحث فكلما قلت قيمة هذه النسبة كلما كان ذلك مؤشرا عن الأداء الضعيف للمصرف، وكلما ارتفع هذا المعدل لفترة طويلة دل على حسن إدارة المصرف، وكذلك ظهر انخفاض تذبذب النمو الداخلي من حقوق الملكية وهذا يشير الى انخفاض اعتماد المصرف على المصادر الخارجية في تمويل استثماراتها.

دراسة التميمي وامين (٢٠١٧) بعنوان (تأثير كفاءة ادارة راس المال العامل والمرونة المالية للشركة في فجوة النمو المستدام)

The impact of Working Capital Efficiency and Financial Flexibility on Sustainable Growth Gap

استهدفت الدراسة تحليل تأثير كفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في فجوة النمو المستديم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (٦) شركة من الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وتؤلف هذه الشركات ٢٥% من مجتمع الدراسة. وللمدة (٢٠١٤-٢٠٠٥). استخدمت الدراسة أربعة متغيرات مستقلة اثنان تخص كفاءة إدارة رأس المال العامل (دورة التحول النقدي ، دوران رأس المال العامل) ، والآخران للمرونة المالية (نسبة الرافعة المالية ، نسبة السيولة النقدية) ، بينما المتغير التابع هو فجوة النمو المستديم (وهو الفرق بين معدل النمو المستديم ومعدل النمو الفعلي). وبالاستناد الى برنامج التحليل الإحصائي (Stata) وباستخدام تحليل (Panel Data) للانحدار المتعدد (نموذج التأثير الثابت) لاختبار الفرضيات خلصت الدراسة الى عدة نتائج أهمها، هناك تأثير كبير لدوران رأس المال العامل ونسبة الرافعة المالية على فجوة النمو المستديم. واستناداً إلى هذه الدراسة فان التوصية للشركات الصناعية العراقية يجب أن تأخذ بنظر الاعتبار هذه المتغيرات عندما تخطط لجعل فجوة النمو المستديم أقرب إلى النمو المتحقق او المخطط له.

Determines of Sustainable Growth Rate by using Model for Shraiah Requirements

سعت الدراسة بعنوانها (محددات معدل النمو المستديم باستعمال نموذج ملائم على وفق متطلبات الشريعة الاسلامية) لتعديل نموذج Zakon وتكييفه على وفق متطلبات ومقاصد الشريعة الاسلامية لحساب معدل النمو المستديم للشركات الماليزية التي تتبع منهج الشريعة الاسلامية في تقديم اعمالها التجارية. اذ اقترح الباحثين على احلال معدل الربح بدلا من معدل الفائدة نموذج Zakon (انظر الجانب النظري للبحث الحالي). ثم طبق النموذج بصورته المقترحة على عينة من الشركات الماليزية والتي بلغت ٤٥٠ شركة مدرجة وللمدة ٢٠٠٤-٢٠١٤. وتم اعتماد المتغيرات المستقلة (مقسوم ارباح السهم الواحد، نسبة التداول وهامش صافي الربح والرافعة المالية) لاختبار مدى تأثيرها على معدل النمو المستديم باعتماد تحليل الانحدار الخطي وتحليل ANOVA. اذ اشارت نتائج الاختبار الى ان هناك أثر معنوي لهذه المتغيرات على معدل النمو المستديم ما عدا هامش صافي الربح كونه ليس له اي تأثير على النمو. وان جميع المتغيرات ترتبط بعلاقة عكسية ومعنوية بالنمو المستديم. وقد أكد الباحثون الى ان الصورة الجديدة للنموذج سوف تكون مرجع قوي للشركات العاملة على وفق متطلبات الشريعة الاسلامية من جانب ومؤشرا يخدم المستثمرين والمساهمين في تقييم اداء الشركات المدرجة في سوق ماليزيا للأسهم.

٢- التاثير النظري للبحث:

٢-١- مفهوم كفاءة تشغيل الموجودات Asset Utilization Efficiency

يحتل هذا الموضوع اهمية كبيرة سواء على صعيد الجوانب النظرية لمالية الشركات المساهمة أو التطبيقية كونه يلقي بالمسؤولية على ادارة الشركة بالتخطيط المسبق والجيد لتوظيف موارد الشركة. ويقصد بكفاءة تشغيل الموجودات قدرة الادارة على تعظيم نسبة الايراد المكتسب من كل دينار مستثمر بالموجودات المدرة للدخل. وتتحدد مسؤولية الادارة في هذا المجال كونها ادارة انتخبت من قبل المساهمين وتعمل بالوكالة وتحمل مسؤولية تشغيل الموجودات بكفاءة نحو توليد الربح. ويوصف معدل النمو الداخلي بانه المؤشر الافضل للاستدلال على كفاءة الادارة في تشغيل موجودات الشركة بوصفها موجودات استثمارية منتجة للإيراد، ومقياسا لمدى مساهمتها في تعظيم ثروة المساهمين في ظل الموارد المتاحة للتشغيل.

٢-٢- معدل النمو الداخلي (Internal Growth Rate (IGR

يمثل معدل النمو الداخلي نافذة لعموم المتعاملين في الاسواق المالية للتحقق من كفاءة ادارة الشركة في تشغيل الموجودات المدرة للدخل. وهو يمثل اقصى معدل يمكن للإدارة تحقيقه بالاعتماد على التمويل الداخلي بدلا من التمويل الخارجي. وطبقا الى المعادلة رقم (١ اعلاه) يلاحظ من ان معدل النمو الداخلي يعتمد على كل من معدل العائد على الموجودات (نتائج استثمار الموجودات) وعلى نسبة الاحتجاز للأرباح بوصفها تمويلا يمكن التحكم به من قبل ادارة الشركة في إطار قرارات توزيع الارباح المتاحة لحملة الاسهم، وفيما يأتي توضيح اهمية كل منهما: -

العائد على الموجودات (Return on Asset (ROA: - يمثل هذا العائد أحد اهم مؤشرات الربحية والذي يوضح كفاءة وفاعلية الشركة في ادارة موجوداتها المدرة للدخل والمتاحة للتشغيل في توليد الربح، اي القدرة على تحويل النقد المستعمل لشراء الموجودات الى ربح. ويحسب هذا المعدل على وفق الصيغة الاتية (Gitman & Zutter, 2012, 81): -

$$(3) \text{ROA} = (\text{Net Income}) / (\text{Total Asset}) \dots\dots\dots$$

وفي حقيقة الامر ان المتغيرات الحاكمة لمعدل العائد على الموجودات (الاستثمار) تعتم على تفاعل كل من نتائج اعمال الشركة (هامش صافي الربح = صافي الربح المبيعات)، وقدرة الموجودات على توليد الايراد (معدل دوران الموجودات = المبيعات الجمالي الموجودات) وعلى وفق الاتي: -

$$(4) \text{ROA} = (\text{Net Income}) / \text{Sales} \times \text{Sales} / (\text{Total Asset}) \dots\dots\dots$$

وتستطيع الشركة زيادة معدل العائد على الموجودات من خلال زيادة كل من انتاجية الدينار المتحقق من المبيعات (هامش صافي الربح) وانتاجية الدينار المستثمر بالموجودات (معدل دوران الموجودات). او العمل على زيادة أحدهما وتسكين الاخر ووفقا للقدرات المتاحة في الشركة. وعلى وفق مكونات المعادلة رقم (٤) فان الشركة قادرة على تعظيم معدل النمو الداخلي (المعادلة رقم ١) استنادا لكفاءتها في ادارة الموجودات (دوران الموجودات) من جانب، وتعظيم انتاجية الدينار من المبيعات بالسيطرة على المصاريف والكلف التشغيلية المباشرة وغير المباشرة وترشيحها لزيادة صافي الربح من جانب اخر.

٢-٣- نسبة الأرباح المحتجزة (b) Retained Earnings Ratio

تعد الأرباح المحتجزة مصدرا مهما من مصادر التمويل الممتك والذي يعود في تبعيته الى ثروة المساهمين. وهو انعكاس لقرارات ادارة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين. اذ تمثل الأرباح المحتجزة المتبقي والمتراكم من صافي الربح المتاح لحملة الاسهم العادية. لذلك فان نسبة احتجاز الأرباح وانماط توزيع الأرباح على المساهمين تلعب دورا كبيرا في توفير الاموال اللازمة لتمويل النمو والتوسع في الموجودات بشكل يضمن تعظيم معدل النمو الداخلي للشركة.

فالتوزيعات المرتفعة للأرباح تحد من قدرة الادارة على تمويل استثماراتها من مصادرها الداخلية وفي هذه الحالة قد تلجئ ادارة الشركة الى التمويل الخارجي الذي يولد تبعات مالية واجبة الدفع في حالة الاقتراض، او توزيعات متوقعة قد لا ترضي عموم المساهمين نتيجة لتوسيع قاعدة المساهمة براس المال عند اصدار أسهم اضافية (الغاية منها زيادة راس المال لتوفير التمويل)، فضلا عن زيادة المخاطر التشغيلية والمالية. ونظرا لأهمية الأرباح المحتجزة والمتراكمة، فان دورها يتعاظم في توفير التمويل المناسب لتعظيم معدل النمو الداخلي والمستهدف لموجودات الشركة.

٢-٤- مفهوم معدل النمو المستديم (SGR) Sustainable Growth Rate

يعد موضوع استدامة النمو واحدا من اهم القضايا المعاصرة في مالية الشركات المساهمة لارتباطه بشكل مباشر بعملية توليد وتعظيم ثروة المساهمين من جانب، وتساعد عموم المتعاملين في اسواق المال في تقييم الأرباح المستقبلية للشركة وبدون اية تداخلات لا تمت بصلة بنشاط الشركة، والتي ربما التفتير بها سوف تؤدي الى سلوكيات غير اعتيادية في تداول الاسهم نتيجة للقراءة الخاطئة لقدرة ادارة الشركة في تشغيل موجوداتها الامر الذي ينعكس على تقلبات اسعارها دون مبرر منطقي لارتفاعها او انخفاضها. فالمدير الناجح يسعى الى وضع خطة للنمو يسعى من خلالها استدامة واستمرارية الاعمال وتعزيز عناصر البقاء التنافسية، لاسيما في ظل الظروف الاقتصادية الصعبة والمضطربة وكما هو الحال في المرحلة الراهنة للاقتصاد العراقي.

يقصد بمعدل النمو المستديم بانه اقصى معدل للنمو يمكن تحقيقه من قبل الشركة في ظل السياسات التمويلية التي تحافظ على نسبة الدين الى حق الملكية وتجنب التمويل الخارجي بالأسهم (Ross et al., 2010, 105). وطبقا لهذا المفهوم فاذا سياسات الادارة المالية في الشركات ثابتة بدون تغيير من حيث الرفع المالي ونسبة الاحتجاز للأرباح كصدر تمويل داخلي، فان ثروة المساهمين تعتمد بالدرجة الاساس على قدرة الشركة في استدامة معدل النمو. ولذلك يوصف معدل النمو المستديم بانه اداة تحليلية شاملة (Big Picture Analysis) يصور الاداء المالي الرقمي للشركة، ويوفر للإدارة والمستثمرين نافذة للمراجعة والتحقق من قدرة الشركة على الاستمرارية والنجاح.

٢-٥- النماذج الأكثر قبولا لمعدل النمو المستديم

اوضحت ادبيات الفكر المالي المعاصر ان معدل النمو المستديم يوفر نافذة تحليلية معمقة Big Picture لكل من الادارة والمستثمرين عن اداء الشركة، وعن العوامل ذات العلاقة والمثرة في استدامة نمو ثروة المساهمين (Pandit and Tejanni 2011, 38-44). ويعد (Higgins 1977) اول من اقترح وطور مفهوم معدل النمو المستديم وعلى وفق المعادلة اتية (Higgins, 1977, 7-16): -

$$SGR = \frac{p(1-d)(1+L)}{t - [p(1-d)(1+L)]} \quad (٥)$$

اذ ان P تمثل هامش صافي الربح، d نسب توزيع الأرباح المستهدفة، L نسبة الدين الى حق الملكية المستهدفة (الرافعة المالية)، t نسبة اجمالي الموجودات الى المبيعات الحالية والمتوقعة.

وطبقا لافتراض Higgins بثبات مكونات معدل النمو المستديم، فان ادارة النمو تعتمد على العلاقة بين معدل النمو الفعلي بالمبيعات ومعدل النمو المستديم. وتظهر مشكلة عدم الحفاظ على هذه العلاقة بشكل متوازن عندما لا يتساوى المعدلين وعدم قدرة الشركة على بيع ما يكفي من اسهم اضافية جديدة او الاقتراض بتكلفة مناسبة لتمويل الزيادة في الموجودات نتيجة لزيادة معدل النمو الفعلي بالمبيعات عن معدل النمو المستديم. اما اذا كان معدل النمو بالمبيعات اقل معدل النمو المستديم فانه في هذه الحالة الشركة امام فائض عن احتياجاتها الاستثمارية تدعوها الى واحد او اكثر من الحلول المتعلقة باستعمال النقد الفائض عن الحاجة، اما بزيادة نسبة توزيع الأرباح او اطفاء جزء من ديونها للتخفيف من عبء الرافعة المالية ومخاطرتها او التوجه نحو الاستثمار بالموجودات السائلة. على الرغم من ان Higgins قام بتعديل بعض افتراضاته لاسيما المتعلقة بنسبة الرافعة المالية المستهدفة وامكانية تغييرها تبعا لاحتياجات الشركة للتمويل من جانب،

وتلك التي تتعلق بكيفية حساب المتغيرات طبقا لمتوسط اول المدة ونهايتها بالنسبة لكل من الموجودات وحق الملكية، الا ان نموذجها واجه بعض الانتقادات من قبل بعض المعارضين لافتراضاته. هذه الانتقادات تمحورت في كون ان النموذج يصبح محدودا عندما تكون متغيراته غير مستقرة ولا يمكن السيطرة عليها في الظروف الاقتصادية غير المستقرة او المضطربة. ولكن هذه الانتقادات لم تقلل من شأن النموذج واخذ حيزا كبيرا بالتطبيق في العديد من الدراسات والبحوث انظر بهذا الخصوص كلا من (Ulrik & Arlow (1980)، [Van Horne (1987)، (19-26)، Platt et al. (1995)، (147-151)، Ashta (2008)، (207-214)، (Huang and Liu (2009)، (2009)، Chen et al. (2013)).

اما Zakon في عام 1989 وضمن مجموعة بوسطن للاستشارات فقد طور نموذجا جديدا لمعدل النمو المستديم وصاغ نموذجة على وفق اثر كلفة الدين على معدل النمو المستديم وكما يأتي (Manaf et al., 2018): -

$$SGR = \{D/E. (ROA-interest rate).P + ROA. p\}..... (6)$$

ويتضح من النموذج دور معدل العائد على الموجودات ROA وتكلفة الدين (معدل الفائدة interest rate) في صياغة معدل النمو المستديم اضافة الى ما ذكره Higgins في نموذجة من المتغيرات المتعلقة بدور الارباح المحتجزة والرافعة المالية. ان نموذج Zakon يعبر بوضوح عن مخاطر تكلفة الديون اذ ما قررت ادارة الشركة زيادة رافعتها المالية لتمويل احتياجاتها من الموجودات الاضافية لتحقيق النمو المستديم المستهدف. وعليه فان على ادارة الشركة ان تكون كفوءة في تشغيل موجوداتها لضمان معدل عائد على الموجودات يجنب الشركة مخاطر الرفع المالي الاضافي من خلال تغطية الزيادة في تكلفة الدين من جانب ولتحقيق النمو المستديم المستهدف من جانب اخر. (Ross 2010) فقد صاغ نموذجه لمعدل النمو المستديم باعتماد معدل العائد على حق الملكية في حساب بوصفه مؤشرا ذو صلة مباشرة بثروة المساهمين (انظر المعادلة رقم 2). وبسط صورة النموذج لكي يعبر عن العمق التحليلي للسياسات التشغيلية والمالية المستهدفة للنمو من قبل ادارة الشركة. وهذه الصورة المبسطة للنموذج اعطت مبررا واقعا لاستعماله من قبل الدراسة الحالية وبشكل يناسب تطبيقه على الشركات الصناعية العراقية بشكل عام والشركات عينة البحث بشكل خاص. وعلى وفق المعادلة رقم (2) اعلاه فان معدل العائد على حق الملكية (ROE) يظهر بشكل بارز في تحديد معدل النمو المستديم. وان اهمية هذا المعدل لحساب النمو المستديم تنعكس بوصفه مؤشرا لربحية المساهمين من جانب، وتراكم الثروة من جانب اخر. وان اية زيادة في معدل العائد على الملكية مع زيادة نسبة احتجاز الارباح سوف ينعكس في زيادة معدل النمو المستديم. ان العلاقة النظرية والمفترضة بين معدل النمو المستديم ومعدل العائد على حق الملكية تم صياغتها نتيجة لتفاعل كلا من السياسات التشغيلية والمالية للشركة والتي تلعب دورا مهما في حساب العائد على اموال المالكين وعلى وفق المعادلة الاتية: - (Pandit & Tejani, 2011, 40): -

$$ROE = Profit Margin \times Total Asset Turnover \times Equity Multiplier \dots \dots \dots (7)$$

أذ ان نتائج السياسات التشغيلية تكمن بفاعلية كل من هامش صافي الربح Profit Margin ومعدل دوران الموجودات Total Asset Turnover، اما السياسات المالية فهي تتمثل بمدى اعتماد الشركة على الديون في تمويل استثماراتها بجانب اموال المالكين ومعبر عنها بمضاعف حق الملكية Equity Multiplier (مضاعف الرافعة المالية = اجمالي الموجودات \ حق الملكية). وطبقا الى نموذج Ross فان تعظيم معدل النمو المستديم يعتمد على فاعلية كل من المجالات الاتية: -

١- انتاجية الدينار من المبيعات (هامش صافي الربح). وزيادتها سوف يزيد من قدرة الشركة على توليد التمويل الداخلي (نسبة الاحتجاز للأرباح) وتحصيل حاصل قدرتها على زيادة النمو المستديم.

٢- كفاءة تشغيل الموجودات (دوران الموجودات المبيعات الى الموجودات) وزيادة هذا الدوران يعتمد على زيادة توليد المبيعات من الموجودات المتاحة للتشغيل، والذي سوف يساعد الادارة على تخفيض احتياجاتها للموجودات الجديدة مما ينعكس بأثار ايجابية على معدل النمو المستديم.

٣- السياسة التمويلية للشركة، اذ ان الزيادة المستهدفة لنسبة الدين الى حق الملكية سوف يزيد من الرفع المالي للشركة نتيجة للحصول على تمويل اضافي يساهم بدعم معدل النمو المستديم.

٤- وبجانب العوامل اعلاه فان انخفاض التوزيعات النقدية من الربح سوف يزيد من نسبة احتجاز الارباح مما يؤدي الى زيادة معدل النمو المستديم.

٣-٣ - الجانب التطبيقي: تحليل متغيرات البحث واختبار فرضياته

٣-١- تحليل معدل النمو الداخلي للشركات عينة البحث

تحاول هذه الفقرة الاجابة على التساؤل الاول والمتعلق بقدرة الشركة على تشغيل موجوداتها بكفاءة في ظل الظروف الراهنة للاقتصاد العراقي. فالجدول رقم (٢) يعرض المتوسط الهندسي لمعدل النمو الداخلي وللشركات محور الفحص والتحليل. اذ بلغ أعلى متوسط (٥,٨٥%) لصالح شركة الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية ويشير الارتفاع في معدل النمو الداخلي لهذه الشركة الى قدرتها في زيادة نمو عملياتها التشغيلية وفي ضوء احتجاز الأرباح لتمويل التوسعات المستقبلية وزيادة فرص نمو مبيعاتها. اما أدنى متوسط هندسي لمعدل النمو الداخلي فقد بلغ (٠,٥٦%) لصالح العراقية للسجاد والمفروشات، ويلاحظ ان هذا المعدل لن يتجاوز في كل الفترات قيد الدراسة والفحص معدل النمو الداخلي الهندسي لعينة البحث. وعلى ما يبدو ان هذه الشركة لم تحقق نمو في العمليات التشغيلية لكي تتمكن من تحقيق النمو الذي تحقق في عام ٢٠١١ وبذلك فان فرص استثماراتها ونمو مبيعاتها على ما يبدو كانت على مستوى واحد من التشغيل لموجوداتها. وبشكل عام ان الشركات عينة البحث استطاعت تشغيل موجوداتها بكفاءة وتحقيق معدل نمو داخلي يفوق بالمتوسط معدل النمو الداخلي الهندسي لعينة البحث والذي بلغ ١,١% (باستثناء العراقية للسجاد والمفروشات).

ولغرض الكشف عن اهمية السياسات التشغيلية للشركة وكفاءتها في توليد النمو الداخلي فان نتائج اختبار فرضية البحث الاولى المعروضة في الجدول رقم (٣-٣) قد اوضحت ان معدل النمو الداخلي له علاقة معنوية بمعدل دوران الموجودات اقوى من هامش صافي الربح. اذ بلغ معامل بيتا لدوران الموجودات ٠,٣٥ مقابل ٠,٣٣ لهامش صافي الربح. وهذا المعامل في ذات الوقت يعكس درجة حساسية تغير معدل النمو الداخلي لكل وحدة واحدة من التغير في المتغيرات المستقلة. وعلى الرغم من ذلك ان كلاهما يرتبط بعلاقة موجبة بلغت ٤٧,٧% وهي معنوية عند مستوى دلالة ٥% وهذه العلاقة تفسر ٢٢,٨% من التغير بمعدل النمو الداخلي طبقا الى معامل التحديد الذي اثبت معنوية النموذج استنادا الى F Calculated ومدى ملائمة النموذج لاختبار العلاقة والاثار لمكونات معدل العائد على الموجودات بمعدل النمو الداخلي. وبناءً على نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد يتم رفض الفرضية الفرعية الاولى للبحث وقبول الفرضية البديلة.

جدول (٢-٣)

نتائج معدل النمو الداخلي للشركات قيد الفحص والتحليل وللمدة ٢٠١١-٢٠١٦ (%)

الشركة	الفترة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	المتوسط الهندسي %
الصناعات الكيماوية العصرية		1.5	1.7	2.6	2.7	2.7	3.14	١,٥
المنصور الدوائية والطبية		1.7	4.6	2.4	3.2	5.31	٣,٤	٢,٢١
الكندي للقاحات البيطرية		14	12.7	6.7	1.4	4.7	٨,٢	٥,٨٥
العراقية للسجاد والمفروشات		6.3	1.6	1.5	1.1	2.1	٢,٤	٠,٥٦
بغداد للمشروبات الغازية		0.7	8.4	7.7	6.6	3.6	٥,٧	٣,٣
متوسط معدل النمو الداخلي لعينة البحث (المتوسط الهندسي)								١,١

جدول (٣-٣)

نتائج اختبار معنوية علاقة وأثر مكونات معدل العائد على الموجودات بمعدل النمو الداخلي ولعينة البحث

Dependent Variable (IGR)		Model $y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2$		
Independent Variables	Beta	T-TEST	Sig.	
Net Profit Margin (X1)	0.331	1.96	0.05	
Total Asset Turnover (X2)	0.35	2.1	0.049	
R	R2	Durbin-Watson	F Calculated	Sig.
0.477	0.228	1.185	3.982	0.031

٣-٢- تحليل نتائج اختبار اثر معدل النمو الداخلي في معدل النمو المستديم للشركات عينة البحث

الجدول رقم (٤-٤) يعرض معدل النمو المستديم والمتوسط الهندسي للشركات قيد الفحص والتحليل، بغرض الاجابة على التساؤل الثاني واثبات صحة الفرضية الرئيسية من عدمه والمتعلق بقدرة الشركات على استدامة ثروة المساهمين في ضوء الامكانيات المتاحة وكفاءتها في تشغيل الموجودات في ظل الظروف الحالية والمضطربة للاقتصاد العراقي.

يتضح من الجدول أن أعلى متوسط هندسي لمعدل النمو المستديم بلغ (٩,١%) ولصالح شركة بغداد للمشروبات الغازية خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٦). ويشير هذا الارتفاع بالمتوسط مقارنة بالشركات الاخرى الى ان الشركة يمكن وصفها في حالة نمو وتتمكن من استدامة ثروة المساهمين بمعدل يفوق متوسط معدل النمو الداخلي وبمقدار الضعف (انظر الجدول رقم ٢). اما شركة الكندي فقد بلغ معدل النمو المستديم لثروة المالكين بالمتوسط (٩,١٤%) في حين بلغ أدني متوسط معدل نمو مستديم (٢,١%) ولصالح الشركة العراقية للسجاد والمفروشات وهذا لا يعني بان الشركة لم تحقق النمو المستديم لثروة المساهمين بل ان قلة فرص استثماراتها نتيجة لتوفر البدائل في السوق المحلي من المنتجات المستوردة كان وراء تقلب مبيعاتها وعدم استقرار ارباحها مما انعكس بشكل سلبي على معدل النمو المستديم.

يتضح مما تقدم اعلاه ان اغلب الشركات عينة البحث وفي ظل ظروف التشغيل الحالية للموجودات استطاعت تحقيق الاستدامة في نمو ثروة المساهمين وبمتوسط يفوق معدل النمو المستديم الهندسي لعينة البحث والذي بلغ ٣,٤% (باستثناء الشركة العراقية للسجاد والمفروشات والمنصور الدوائية للأسباب اعلاه).

جدول (٤-٣)

نتائج معدل النمو المستديم للشركات قيد الفحص والتحليل للفترة ٢٠١١-٢٠١٦ (%)

المتوسط الهندسي	201٦	2015	2014	2013	2012	2011	الفترة الشركة
٢,٥	٤,٣	11.١	4.1	2.7	1.8	1.9	الصناعات الكيماوية العصرية
٢,٦٤	٣,٩٨	5.73	3.7	2.5	6.2	1.8	المنصور الدوائية والطبية
٥,٧٦	٩,١٤	8.12	1.٨	7.2	13.1	15.6	الكندي للفاحات البيطرية
١,١	٢,١	2.5	1.6	2.6	2.7	1.1	العراقية للسجاد والمفروشات
٩,١	١٠,٤	11.6	15.9	8.3	8.8	7.2	بغداد للمشروبات الغازية
	٣,٤						متوسط معدل النمو الداخلي لعينة البحث (المتوسط الهندسي)

ولغرض الكشف عن اثر السياسات التشغيلية والمالية للشركة في معدل النمو المستديم، فان اختبار الفرضية الرئيسية للبحث تمت على عدة مراحل استعرضت من خلالها خصوصية العلاقة بين المتغيرات المستقلة الفرعية ومعدل النمو المستديم، وخصوصية العلاقة مع معدل النمو الداخلي وعلى وفق الاتي:-

١- الجدول رقم (٥) يعرض نتائج اختبار علاقة وأثر معدل العائد على الموجودات ومضاعف الرافعة المالية. ويتضح منه ان معدل العائد على الموجودات وبفعل التشغيل الكفوء لموجودات الشركة (معبر عنه بدوران الموجودات) يرتبط بعلاقة قوية ومعنوية بمعدل النمو المستديم إذ بلغ معامل بيتا (٠,٥٣) وهو معنوي بدلالة اختبار T-TEST عند مستوى ٥%، مقارنة بعدم معنوية العلاقة بمضاعف الرافعة المالية (مؤشر لنسبة الديون في الهيكل المالي). وعلى الرغم من ذلك كان نموذج الانحدار معنويا بدلالة F Calculated وملائما للعلاقة والاثر بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ممثلا بمعدل النمو المستديم.

٢- الجدول رقم (٦) يعرض نتائج اختبار علاقة معدل النمو المستديم بمكونات كل من معدل العائد على الموجودات ومعدل العائد على حق الملكية (الخصائص المالية للشركات عينة البحث). ويتضح من الجدول ان معنوية نموذج العلاقة الخطية ومدى ملائمتها لتفسير أثر بعض الخصائص المالية للشركة في معدل النمو المستديم تحققت بفعل كل من معدل دوران الموجودات (X2) ومعدل النمو الداخلي (X4) في علاقتهما وتأثيرهم المعنوي بمعدل النمو المستديم مقارنة مع بقية الخصائص المالية. إذ بلغ معامل بيتا لكل من معدل دوران الموجودات ومعدل النمو الداخلي (0.626، 0.64) وعلى التوالي. وبمعنى اخر ان معدل النمو المستديم أكثر حساسية للتغير عن تغير وحدة واحدة من معدل النمو الداخلي ومعدل دوران الموجودات.

جدول (٥-٣)

نتائج اختبار علاقة وأثر مكونات معدل العائد لحقوق الملكية بمعدل النمو المستديم لعينة البحث

Dependent Variable (SGR)		Model $y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2$		
Independent Variables		Beta	T-TEST	Sig.
Return on Asset (X_1)		0.53	3.198	0.004
Financial Leverage Multiplier (X_2)		0.107	1.247	0.916
R	R2	Durbin-Watson	F Calculated	Sig.
0.528	0.278	1.657	5.210	0.012

جدول (٦-٣)

اختبار معنوية أثر الخصائص المالية للشركة في معدل النمو المستديم ولعينة البحث

Dependent Variable (SGR)		Model $y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5$		
Independent Variables		Beta	T-TEST	Sig.
Net Profit Margin (X_1)		0.135	0.63	0.535
Total Asset Turnover (X_2)		0.626	1.901	0.069
Financial Leverage Multiplier (X_3)		0.050	0.374	0.712
Internal Growth Rate (X_4)		0.64	4.161	0.000
Return on Asset (X_5)		- 0.516	- 1.482	0.151
R	R2	Durbin-Watson	F Calculated	Sig.
0.716	0.587	1.982	6.822	0.000

٣- وعلى ضوء النتائج في الجدول رقم (٦) وتفوق معدل النمو الداخلي على بقية الخصائص المالية في تفسير التباين في معدل النمو المستديم، فإن الجدول رقم (٧) أوضح ان هناك علاقة ارتباط قوية وموجبة بين معدل النمو الداخلي ومعدل النمو المستديم اذ بلغ معامل الارتباط (71%) وهو ارتباط معنوي بدلالة اختبار T المحسوبة. كما ان هذه العلاقة لها أثر معنوي بدلالة قيمة F المحسوبة وعند مستوى دلالة ٥%، وتفسر بدلالة معامل التحديد R^2 (٥٠%) من التغير الذي يحصل بمعدل النمو المستديم. وبعبارة اخرى ان استجابة معدل النمو المستديم للتغير الحاصل بمعدل النمو الداخلي هو كان بفعل التشغيل الكفوء لموجودات الشركة معبر عنه بمعدل دوران الموجودات. وهذه النتيجة اجازة صلاحية وملائمة نموذج الانحدار الخطي الموضح بالجدول رقم (٧) لأثر معدل النمو الداخلي في معدل النمو المستديم. وعلى وفق ذلك يتم رفض فرضية البحث الرئيسية وقبول الفرضية البديلة لها ومفادها (يوجد أثر ذو دلالة احصائية معنوية معدل النمو الداخلي في معدل النمو المستديم لثروة المساهمين وللشركات عينة البحث).

جدول (٧-٣)

نتائج اختبار أثر معدل النمو الداخلي في معدل النمو المستديم للشركات عينة البحث

Dependent Variable (SGR)		Model $y = \alpha + \beta_1 X_1$		
Independent Variables		Beta	T-TEST	Sig.
Internal Growth Rate (X_1)		.71	5.339	.000
R	R2	Durbin-Watson	F Calculated	Sig.
0.71	0.504	1.896	28.51	.000

٣-٣- تحليل أثر المتغيرات المستقلة الفرعية في انحراف معدل النمو الداخلي عن معدل النمو المستديم

تحاول هذه الفقرة استكمال ودعم نتائج فرضيات البحث والاجابة على التساؤل الرابع واثبات صحة الفرضية الثالثة من عدمه، اذ يعرض الجدول رقم (٨) نتائج انحراف معدل النمو الداخلي عن معدل النمو المستديم للشركات الصناعية العراقية قيد التحليل والدراسة. ويتضح منه ان الشركات حققت انحراف موجب بالمتوسط ليدل ذلك على قدرة هذه الشركات على استدامة ثروة المساهمين. وقد احتلت شركة بغداد للمشروبات الغازية أعلى متوسط انحراف للنمو الداخلي عن النمو المستديم وبلغ (٥,٢٥%)، اما أدنى متوسط انحراف فقد بلغ (٠,١٥%) ولصالح الشركة العراقية للسجاد والمفروشات. ويعود سبب تقارب معدل النمو الداخلي ومعدل النمو المستديم الى ان معظم الشركات عينة البحث تعتمد على التمويل الممتلك بشكل رئيسي وتشكل الارياح المحتجزة والمتراكمة المكون الرئيسي في استدامة نمو ثروة المساهمين، كون الرفع المالي (استعمال الديون الطويلة الاجل حصرا في تمويل فرص النمو) في الشركات العراقية يشكل جزء بسيط من هيكل راس المال المستهدف والمعتمد لتمويل معدل النمو المستهدف، وذلك طبقا للعديد من الدراسات السابقة التي اشارت الى ان

معظم الشركات العراقية الصناعة تستعمل رفع مالي منخفض. ومع ذلك هذا لا يعني ان ادارة الشركة غير قادرة على تحقيق الاستدامة لثروة المساهمين من غير الاعتماد على زيادة الرفع المالي، بل ان ادارة الشركة ونتيجة لاعتمادها على التمويل الممتلك بصفة رئيسة حققت نمو مستديم بمستوى معدل النمو الداخلي وهذه حقيقة علمية ومفادها (يتساوى معدل العائد على حق الملكية ومعدل العائد على الموجودات اذا اعتمدت الشركة على راس المال والارباح المتراكمة في تمويل استثماراتها.

جدول (٨-٣)

انحراف معدل النمو الداخلي عن معدل النمو المستديم للشركات عينة البحث ولمدة ٢٠١١-٢٠١٦ (%)

المتوسط	201٦	2015	2014	2013	2012	2011	الفترة الشركة
١,١٣	١,٢	٣,٩	١,٤	٠,١	٠,١	٠,٤	الصناعات الكيماوية العصرية
٠,٥٢	٠,٦	٠,٤٢	٠,٥	٠,١	١,٦	٠,١	المنصور الدوائية والطبية
٠,٧٢	0.7	0.7	٠,٤	٠,٥	٠,٤	١,٦	الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية
٠,١٥	-0.3	0.4	0.5	1.1	1.1	- 1.8	العراقية للسجاد و المفروشات
٥,٢٥	4.7	8	11.3	0.6	0.4	6.5	بغداد للمشروبات الغازية

في واقع الحال ان تقارب معدل النمو الداخلي مع معدل النمو المستديم هو دالة الى كفاءة ادارة الشركات عينة البحث في تشغيل موجوداته في ضوء توقعاتها لبلوغ النمو المستهدف لثروة المساهمين. وتم الاستدلال على هذه النتيجة من خلال اختبار علاقة بعض الخصائص المالية للشركات عينة البحث في فجوة النمو (قيمة انحراف النمو الداخلي عن النمو المستديم) وكما هو موضح في الجدول رقم (٩). أذ يتضح منه ان هناك علاقة معنوية بين معدل دوران الموجودات (X2) وفجوة النمو بدلالة T-TEST عند مستوى معنوية ١٠%، فقد بلغ معامل بيتا للعلاقة بين المتغيرين (٠,٣٣٤). في حين هامش صافي الربح سجل علاقة عكسية ولكنها غير معنوية، بينما علاقة مضاعف الرافعة المالية (مؤشر لنسبة الدين في هيكل التمويل) بفجوة النمو ضعيفة جدا تكاد تكون غير موجودة نتيجة لاعتماد الشركات على التمويل الممتلك بنسبة كبيرة من اجمالي التمويل.

وتجدر الاشارة هنا الى انه وفي ظل البيئات المضطربة والتي يسودها المخاطر العالية وعدم التأكد في كثير من الاحيان كما هو الحال في البيئة الاقتصادية العراقية حاليا، قد تكون الانحرافات عن القيم المستهدفة للنمو المستديم امرا مؤكدا، لذا فان قبول العلاقة والاثر للمتغيرات المستقلة بالمتغير التابع عند مستويات ثقة ٥% أو حتى ١٠% امرا غير مقبولا في علم الادارة والاعمال، وهذا هو حال النتيجة الموضحة في الجدول رقم (٩)، أذ اشارت نتائج اختبار نموذج الانحدار الخطي المتعدد معنوية النموذج عند مستوى دلالة ١٥%، ويعتقد الباحثان انها منطقية في ظل الظروف الراهنة للاقتصاد العراقي الذي تسوده ظروف التشاؤم في كثير من الاحيان الامر الذي ينعكس على ظروف تشغيل الشركات العاملة بمختلف القطاعات الاقتصادية والصناعية على وجه التحديد.

ان ملائمة ومعنوية نموذج الانحدار المتعدد في الجدول رقم (٩) يكون عند مستوى ثقة ٨٥% التي تجيز صلاحية النموذج لتفسير علاقة وأثر بعض الخصائص المالية للشركة بفجوة النمو (انحراف النمو الداخلي عن النمو المستديم). وبلا شك ان المقدرة التفسيرية للنموذج تنحصر بالدرجة الاساس بقدرة الشركة على التشغيل الكفوء لموجوداتها.

جدول (٩-٣)

نتائج اختبار أثر بعض الخصائص المالية للشركة في انحراف النمو الداخلي عن النمو المستديم وعينة البحث

Dependent Variable (SGR-IGR)	Model $y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$		
Independent Variables	Beta	T-TEST	Sig.
Net Profit Margin (X1)	- 0.263	- 1.473	0.15٠
Total Asset Turnover (X2)	0.334	1.841	0.077
Financial Leverage Multiplier (X3)	0.050	0.273	0.787
R	R2	Durbin-Watson	F Calculated
0.422	0.178	1.510	1.882
			Sig.
			0.15٠

٤- اهم الاستنتاجات والتوصيات:

٤-١- الاستنتاجات Conclusion

- أ. على الرغم من ظروف التشغيل الصعبة التي تمر بها الشركات الصناعية العراقية بوجه خاص، نتيجة لظروف الاقتصاد العراقي المتشدد والمضطرب في مؤشراته العامة، فان جميع الشركات قيد الفحص قد سعت الى تحقيق معدلات نمو داخلي من تشغيل الموجودات المتاحة خلال فترة البحث.
- ب. ان الشركات قيد الفحص تحاول تحقيق معدل نمو داخلي من استعمال الموجودات المدرة للدخل والمتاحة للتشغيل مساوي الى معدل النمو المستديم. أذ ان مقدار انحراف معدل النمو الداخلي عن معدل النمو المستديم كان بفارق قليلة جدا باستثناء شركة بغداد للمشروبات الغازية. لذا فان هذه الشركات تطمح بالوصول الى أية زيادة في معدل النمو الداخلي من خلال التشغيل الكفوء لموجوداتها لاستدامة ثروة المساهمين.
- ج. اظهرت نتائج اختبار فرضية البحث الرئيسية ان معدل النمو الداخلي المحرك الاساسي والموجه في تفسير اية زيادة في معدل النمو المستديم للشركات قيد الفحص والتحليل.
- د. اظهرت نتائج اختبار فرضية البحث الفرعية الثانية (الجدول رقم ٩) ان كفاءة استعمال الموجودات (معبر عنها بدوران الموجودات) تلعب دورا رئيسا في ضبط قيمة فجوة النمو والتقليل من انحرافات معدل النمو الداخلي عن معدل النمو المستديم وعلى وفق النسب المستهدفة من قبل الشركة. وبذلك فقد اختلفت نتائج البحث الحالي مع نتائج معظم الدراسات السابقة والتي اكدت بدور هامش صافي الربح في أثره على معدل النمو المستديم.

٤-٢- التوصيات Recommendation

- أ. نوصي ادارة الشركات العراقية بالتركيز على انتاجية الدينار المستثمر بالموجودات (معدل دوران الموجودات) كأساس في تقييم كفاءتها في تشغيل الموجودات وتحقيق معدل النمو الداخلي ولضمان نمو مستديم لثروة المساهمين.
- ب. نوصي بضرورة الافصاح عن معدل النمو الداخلي ومعدل النمو المستديم ضمن التقارير المالية السنوية التي تصدرها الشركات.
- ج. نوصي عموم المستثمرين والمتعاملين في سوق العراق للأوراق المالية على اعتماد معدل النمو الداخلي ومعدل النمو المستديم بوصفهما ادوات تحليلية معمقة في تقييم اداء الشركات المدرجة في السوق وضمانة للتسعير العادل للأسهم على وفق قراءة صحيحة لمستقبل اداء الشركات في تحقيق الربح.

٥- المراجع:

٥-١- المراجع العربية

- ١- جبر، شذى عبد الحسين وحسن، انوار مصطفى (٢٠١٦) تحليل الارباح المتوقعة بإطار العلاقة بين النمو الفعلي والنمو المستدام، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الحادي عشر، العدد ٣٦، الفصل الثالث، ص ٦٩-٨٧.
- ٢- التميمي، أرشد وامين، اسراء (٢٠١٧) تأثير كفاءة ادارة راس المال العامل والمرونة المالية للشركة في فجوة النمو المستديم، مقبول للنشر في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة.

٥-٢- المراجع الاجنبية

- 1) Ashta, Arvind. (2008). Sustainable Growth Rates: Refining a Measure. *Strategic Change*, Vol. 17, Issue 5-6, October (Pp. 207-214).
- 2) Abdul Manaf, Normarsarah Binti, Saad, Noriza Binti Mohd, Mohammed, Nor Edi Azhar and Ali, Inalial Binti Mohd (2018) Determines of Sustainable Growth Rate by using Zakons Model, *International Journal of Industrial Management*, Vol. 4, June, Pp 61-69
- 3) Chen, Hong-Yi Hsieh, Brick, Ivan E., Chia- Hsum and Lee, Cheng-Few (2016), A comparison of alternative for estimating firms growth rate, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 47, Issue 2, August, (Pp. 369-393).

- 4) Fonseka, M. M., Ramos, Constantino and Tain, Gao-Liang (2012) The Most Appropriate Sustainable Growth Rate Model for Managers and Researchers, *The Journal of Applied Business Researchers*, Vol. 28, Num. 3, (Pp. 481-500).
- 5) Hartono, Giri Cahyo and Utami, Siti Rahmi, (2016), The Comparison of Sustainable Growth Rate, Firms Performance and Value, *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, Vol. 5, No. 5, May, (Pp. 68-81).
- 6) Higgin, Robert C., (Fall 1977), How Much Growth Can a Firm Afford? *Financial Management*, Vol. 6, No. 3, Pp. 7-16.
- 7) Huag, Rui and Liu, Guiying (2009), Study on the Enterprise Sustainable Growth and the Leverage Mechanism, *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, No. 3, March (Pp. 200-205).
- 8) Kouser, Rehana, Bano, Tahira, Azeem, Muhammed and Haeen, Massod (2012) Inter-Relationship between Profitability, Growth and Size: A Case of Non-Financial Companies from Pakistan, *Pakistan Journal of Commerce & Social Sciences*. Vol. 6, Issue 2, (Pp 405-419).
- 9) Momčilović et.al. (2015), "Sustainable Growth Rate: Evidence from Agricultural and Food Enterprises", *Management, Higher School of Professional Business Studies*, Novi Sad, number 76.
- 10) Nasrollah, Amouzesh, Moeinfar, Zahra and Mousavi, Zahra (2011), Sustainable Growth Rate and Firm Performance, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 2, No. 23, December (Pp. 249-255).
- 11) Platt, Harlan D., Platt, Marjorie, B. and Chen, Guangli (1995) Sustainable Growth Rate of Firms in Financial Distress, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 19, No. 2, Summer (Pp. 147-151).
- 12) Pandit, Nirali and Tejani, Rachana (2011), Sustainable Growth Rate of Textile and Apparel Segment of the Indian Retail Sector, *Global Journal of Management and Business Research*, Vol. 11, Issue 6, Version 1, May, (Pp 38-44).
- 13) Rahim, Norfhadzilahwati & Saad, Noriza, (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 , Department Finance and Economics ,University Tenaga National, MALAYSIA. Organized by WorldConferences.net.
- 14) Ross, Stephen A, Westfield, Randolph W, and Jordan, Bradford D. (2010). *Fundamentals of Corporate Finance*. 6th Standard Edition. The McGraw-Hill, N.Y. (pp.112-113).
- 15) Ulrich, Tomas A. and Alrow, Peter (1980), The Financial Implications of Growth, *Journal of Small Business Management*, Vol. 18, No. 4, (Pp. 28-33).
- 16) Van Horne, James (1987), Sustainable Growth Rate Modelling, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 2, No. 3, (Pp. 19-26).